






Government  
Publications



Government  
Publications





Digitized by the Internet Archive  
in 2022 with funding from  
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761114669401>











CA1  
FN 73  
- A 55

A-317

~~C~~ Canada

# Bank of Canada

~~///~~



Annual report of the Governor  
to the Minister of Finance  
and statement of accounts for the year

**1973**



Bank of Canada  
245 Sparks Street  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9





Bank of Canada • Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

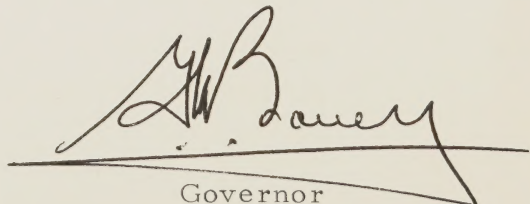
February 28th, 1974

The Hon. John N. Turner, P.C.,  
Minister of Finance,  
Ottawa, Ontario.

Dear Mr. Turner,

In accordance with  
the provisions of the Bank of Canada Act  
I am transmitting herewith my report  
for the year 1973 and a statement of the  
Bank's accounts for this period, signed  
and certified in the manner prescribed  
in the by-laws of the Bank.

Yours very truly,



Governor



# Bank of Canada

## Report of the Governor — 1973

GENERAL OBSERVATIONS	5
REVIEW OF THE YEAR	11
Economic Developments	11
Demand — Domestic and Foreign	13
Supply — Production and Imports	16
The Labour Market	17
Incomes, Costs, and Prices	19
Financial Developments	23
Bank of Canada Operations	31
Monetary Policy	31
Debt Management	32
Foreign Exchange Operations	33
APPENDIX TABLES	37
WITHDRAWAL OF GUIDELINES ON CAPITAL OUTFLOWS	42
Department of Finance Press Release	
Department of Industry, Trade and Commerce Press Release	
BANK OF CANADA FINANCIAL STATEMENTS	43
BOARD OF DIRECTORS	47
OFFICERS	48
AGENCIES	49





## GENERAL OBSERVATIONS

---

In 1973 the Canadian economy began to press against the limits of its capacity, and the main objective of the Bank of Canada became that of lessening the degree of expansionary stimulus that monetary policy had been providing.

For more than two years until early 1973 the Bank's policy had encouraged the chartered banks to lend readily and had permitted unusually high rates of growth of money holdings in Canada. As it was intended to do, this policy facilitated the large increases in spending, output and employment needed to get the Canadian economy back to satisfactory operating levels.

Strongly expansionary monetary and fiscal policies not unlike those followed in Canada were pursued during this period in virtually all of the major industrial countries, with rather similar and mutually reinforcing results. Many of the countries that followed relatively easy monetary policies did so partly in an effort to avoid or limit appreciation of their currencies as pressures against the then-existing structure of exchange rates mounted. Levels of national expenditure rose relatively slowly at first and then rapidly, and economic activity forged ahead with gathering momentum. By the early months of 1973 the rapid buildup of demand pressure was straining the limits of capacity in the United States, Europe and Japan all at the same time. In Canada, too, a powerful surge in the tempo of expansion in late 1972 and early 1973, partly communicated to us from abroad, brought the economy bumping up

against the limits of its productive capacity by the spring. The rapid upsurge of industrial output throughout the western world generated intense demand pressure on the supply of primary materials, and this coincided with poor grain harvests in a number of countries and other special problems affecting world supplies of foodstuffs. In these circumstances the continuing strength of world demand set off an upward spiral of price increases for farm and industrial commodities of an intensity without modern precedent under peacetime conditions.

On the domestic economic scene production bottlenecks, backlogs of unfilled orders and delivery delays were beginning to emerge a good deal earlier than had been anticipated, and it was becoming clear that output could not go on rising at such an unusually rapid rate. The strongly expansionary monetary policy that had been followed for some time would, if continued, merely serve to intensify the mounting upward pressure on prices and costs that was already developing, without adding significantly to the growth of employment and output.

As signs of this emerging situation became clearer, the Bank of Canada took steps to moderate the pace of domestic monetary and credit expansion. Chartered bank liquidity, which had been kept under close control for some time, was put under additional pressure from the beginning of 1973 and short-term interest rates turned upward. In April the Bank Rate was raised and

discussions were held with the chartered banks with the object of bringing about some moderation of their lending policies.

The Bank of Canada made it clear, both publicly and in its discussions with the banks, that the circumstances called for a slowing of the growth of bank loans rather than a drastic curtailment. The banks were encouraged in their expressed desire to try to achieve this objective in ways that would minimize the impact on small business borrowers and borrowers in the less buoyant regions of Canada. They were also asked to maintain a reasonable continuity of mortgage lending.

While it was clearly desirable to lessen the degree of monetary stimulus injected into the economy, the Bank was also anxious to avoid moving so far or so suddenly as to risk disrupting financial markets or jeopardizing continued economic growth. The effort to bring about an orderly transition to less rapid rates of monetary and credit expansion was bound to take time since it would have to contend with insistently rising demands for money and credit in financial markets. It was also bound to bring additional upward pressure on short-term interest rates in Canada, which were already being affected by sharply rising interest rates in the United States and Europe.

In the event, it is now apparent that an abrupt change in chartered bank lending policies and in the general availability of mortgage credit has been avoided. In fact chartered bank loans continued to rise strongly throughout 1973, as did total bank assets and the privately-held money supply broadly defined to include time deposits.

To some extent, however, the readings given by these particular indicators in the latter part of 1973 were affected by shifts of financial flows from non-bank channels into the banking system. Thus substantial flows of funds of a kind which in earlier years might have been invested in Canada Savings Bonds were attracted into personal fixed-term bank deposits. Moreover, during the second half of 1973 both the rapid growth of the banks' interest-bearing deposits and the rapid growth of their loans reflected, in part, a temporary decline in the outstanding amount of com-

mercial paper. There was a particularly marked bulge in bank loan and time deposit growth in December when for a few weeks short-term paper rates rose substantially above the banks' prime lending rates. During this brief period the Bank of Canada deliberately cushioned the upsurge of pressure on interest rates because of the uncertainties about the outlook for the world economy arising from the oil problem. The pressure eased considerably after year-end. Bank loans have risen less rapidly so far in 1974, although total bank assets as well as the broader measures of money supply have continued to rise strongly.

On the other hand, the average growth rate of the money supply more narrowly defined to exclude time deposits — an indicator which is less affected by temporary shifts in financing channels and which has come to be widely regarded, particularly in the United States, as more significant than the other indicators available — has clearly slackened since the second quarter of 1973.

Supporting evidence that the monetary situation in Canada is now under firmer control is provided by the behaviour of interest rates since last spring. The interaction between strong credit demands and the changed posture of monetary policy, in an international environment of sharply rising interest rates, led to substantial increases in Canadian rates during 1973. Although the Bank of Canada did not press its policy to the point where Canadian short-term rates rose to the peak levels reached last year in the United States and in major financial markets abroad, the increases were nevertheless quite large. Thus typical rates on short-term paper were some 5 percentage points higher at year-end than at the beginning of 1973. Chartered bank prime lending rates for larger borrowers had moved up by 3½ percentage points, and there had been comparable increases in key deposit rates. The Bank of Canada had raised the Bank Rate in five steps from 4¾ per cent to its present level of 7¼ per cent.

Given the strength of the demand for credit in 1973, it is clear that to have put the growth of the banking system under even greater restraint would have caused interest rates to reach even



higher levels than they did — perhaps quite a bit higher. It can be argued that this should have been allowed to happen — that while short-term interest rates reached levels that appeared high in relation to our past history, these levels were not in fact very high after allowance for what was happening to the price level, and particularly to the prices of many of the goods that were being financed. In a year in which wholesale prices were rising by 25 per cent, for example, the cost of financing inventories at prevailing interest rates could hardly be said to have involved any great disincentive to inventory accumulation even after allowance for the risks involved. By the same token, the interest return received by savers was, after allowance for the rise in prices in 1973, anything but high despite the levels reached by nominal interest rates. It should be borne in mind, of course, that the structure of borrowing and lending rates is closely tied together, and that it is next to impossible to have significantly higher rates of return for savers generally in Canada without also having higher interest costs for businesses, consumers, governments and mortgage borrowers.

In the circumstances of last year it was the view of the Bank of Canada that we were in fact pressing with sufficient vigour towards a less expansionary monetary policy. This view was based on the outlook for some slowing of the growth of the world economy in 1974, and took into account the relatively long time-lag before the change in monetary policy could have much effect in moderating spending pressures in Canada. Nevertheless, the experience of 1973 indicates clearly that if much reliance is to be placed on monetary policy for influencing the growth of aggregate demand in the economy, there may well be periods when controlling the growth of money and credit will necessarily involve substantial movements in the level of short-term interest rates.

Looking back on the experience of Canada and other countries over a longer period, it is difficult to avoid the impression that from time to time there have been more substantial and persisting departures from reasonably steady monetary growth than would appear in retrospect to have been desirable. Since the lags associated with mone-

tary policy are rather long, the full effects of such departures do not become apparent until well after the event. This helps to explain how they come about. It is not very difficult to understand, for example, that so long as an economy is operating much below satisfactory levels there is a natural tendency to err on the high side so far as rates of monetary growth are concerned. Moreover, in a world where economic forecasting is necessarily imperfect, the temptation is strong in such circumstances to respond to troublesome short-run developments by adding somewhat further to the rate of monetary expansion. I believe that the high rates of monetary expansion around the world during the two years leading up to the surge in economic activity in the latter part of 1972 and early 1973 illustrate this basic problem.

In the light of these considerations, I have a certain amount of sympathy with the case that is often made for more stable monetary growth over time, even though I am aware that there are various difficulties involved in such an approach. The Bank of Canada certainly has no intention of basing its operations on any mechanistic formula, but in framing its judgments about the appropriate policy to be followed, it has been giving considerable weight to underlying rates of monetary growth.

\* \* \* \*

One of the disappointing aspects of the performance of the Canadian economy in 1973 was that at a recorded level of unemployment of about 5½ per cent of the labour force — a level considerably higher than had been hoped for — we apparently reached not only the effective limits of our plant and equipment capacity but also a position where labour, too, was effectively in short supply. Both the capital stock and the supply of labour will, of course, continue to grow, but if we are to avoid generating strong inflationary pressures in the domestic economy it will be important to recognize that supply limitations exist and probably cannot be overcome quickly. We begin 1974 with severe shortage problems at many points in the economy. In these circumstances the potential increase in output that can



---

reasonably be considered to be within the economy's supply capabilities in 1974 may well be less than its longer term average growth potential. This possibility must be borne in mind if we are to follow demand policies that do not press too hard against the limits of the economy's physical capacity and that consequently avoid complicating our problems through internally-generated inflationary pressure.

Last year's price performance in Canada, as in other countries, was clearly very unsatisfactory. It is not realistic, unfortunately, to expect rapid improvement in the trend of our domestic price level, in part because the price increases already experienced have not yet fully worked their way through the cost structure. Looking somewhat further ahead, however, it should certainly be possible for the current rate of price inflation in Canada to slacken, especially since there is good reason to expect that international commodity prices, which have played such a key role in the recent upsurge, will in due course level off or decline.

The world-wide strength of demand during 1973 helped to prevent the serious crisis that developed in international currency markets in February and early March from having an adverse impact on general business confidence or on trade flows. Despite considerable short-run volatility, the changes in international exchange rate relationships that have occurred in recent years have, on the whole, worked to bring about desirable adjustments in the individual balance of payments positions of the major industrial nations. In particular there has been a strong recovery in the balance of payments of the United States, an essential element in any move to a more orderly international monetary system.

Unfortunately a new and very serious source of strain has been introduced into the world economy by the action of the Organization of Petroleum Exporting Countries in imposing two further substantial price increases for crude oil on top of the increase announced at the beginning of 1973. Combined with the cutbacks in production announced by the main Arab producing states in October and the imposition of embargoes on

shipments of oil to the United States and certain other countries, these various decisions have created grave new problems.

Oil developments have imparted yet a further upward thrust to prices in all countries at a time when the boom in world commodity markets appeared to be losing some of its earlier strength. For a while it seemed likely that the production cutbacks would also aggravate existing bottlenecks so seriously as to raise the possibility of a supply-induced slowdown in world industrial activity. This risk has been eased by the subsequent relaxation of the cutbacks, although shortages of oil or fears of shortages may be accentuating the slowdown in world economic growth that was already emerging. The very steep rise in oil prices will of itself exert a considerable dampening effect on demand in the oil-consuming countries by leaving less money in people's hands to spend on other things.

If maintained, the current level of oil prices is certain to have a dramatic effect on the balance of payments positions of oil importing countries — both industrialized and less developed. The traditional collective surplus on current account of the industrial countries appears likely to be replaced by a collective deficit of unprecedented size — a swing of several tens of billions of dollars which can be sustained only by the acceptance of massive inflows of capital from the oil-exporting states. Moreover, the current account deficits of the developing countries appear likely to be increased to levels far beyond their capacity to sustain for long without huge additions to the aid which they have been receiving either directly from developed countries or indirectly through international development institutions.

Serious concern at the implications for the world economy of the large rise in oil prices was expressed by the Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund on the Reform of the International Monetary System and Related Issues (the Committee of Twenty) at its meeting in Rome in January of this year. The Committee urged the closest international co-operation and consultation in seeking means of coping with the problems of individual countries

without aggravating those of other countries. It recognized that, in the circumstances, priority should be given to those aspects of international monetary reform which had the best prospects of early implementation, with other aspects to be agreed upon for implementation at a later date. The Committee agreed to try to complete its work at a meeting in Washington on June 12 to 13, 1974. It also agreed that when it completed its work it should be succeeded, first on an interim basis and later on a permanent basis, by a body that was similar in composition and would play a role between the full Board of Governors of the IMF and the Executive Directors in managing and adapting the monetary system, overseeing the continuing operation of the adjustment process, and dealing with sudden disturbances which might threaten the system.

On January 29, 1974 the United States authorities announced the reduction to zero of their Interest Equalization Tax and the termination of their programmes for restraining outflows of capital. Canada had had virtually full exemption from these measures under an arrangement which involved it in maintaining a structure of guidelines on outflows of capital from Canada. On January 30, 1974 the Ministers of Finance and of Industry, Trade and Commerce announced the withdrawal of these Canadian guidelines. In his press release, the Minister of Finance noted that he has not withdrawn his request to Canadian borrowers to explore fully the Canadian capital market before floating issues abroad. The texts of these press releases are appended to this Report.

\* \* \* \*

It is clear that in 1974 the Canadian economy faces major uncertainties that lie beyond our borders and beyond our power to influence significantly. The pace of activity is slackening in major countries overseas and in the United States, and it seems probable that it will remain subdued in the first half of 1974. Beyond mid-year, the range of possibilities is wide. If the adjustments required by the oil situation can be accommodated without a major disruption of international trade, the chances are good for an early resumption of

strong growth in world output. The possibility that the situation may develop less favourably cannot, however, be ruled out, and this is the main uncertainty overhanging the outlook for the Canadian economy at the present time.

The direct effects of oil developments on the Canadian economy appear to be less serious than for almost any of the other developed countries since we are, on balance, largely self-sufficient in oil. The impact of oil shortages elsewhere may, however, add to the number of bottlenecks and scarcities faced by Canadian industry, especially where we are heavily dependent upon foreign sources for oil-based products such as petrochemicals and plastics. The sharp escalation of world oil prices is, of course, having a marked impact on costs and prices in Canada. It has also raised difficult problems of income transfer, although these are problems that lie within our borders; they do not involve massive net transfers abroad as is the case for many other countries.

Thus the circumstances at present are more favourable for a substantial rate of economic growth in 1974 in Canada than in the United States and many overseas countries, and a divergence in current rates of economic growth has already emerged. If things go reasonably well this divergence will narrow in the latter part of the year as the pace of economic activity in the United States and overseas countries picks up.

Looking somewhat further ahead the prospect is for a strong underlying demand situation in Canada since we have already entered a period of very heavy investment in new productive facilities to serve both internal and external needs. To the extent that this assessment of our prospects is justified, we are well placed to achieve our national objective of continuing high levels of employment. If we are also to achieve our objective of getting inflation under better control we shall have to take care to avoid aggravating the inflation we already have by permitting an excessive growth of domestic demand. Only in this way can we be in a position to benefit fully from the moderation of external price pressures that we can expect in due course.





# REVIEW OF THE YEAR

## Economic Developments

---

The year 1973 was one of exceptionally buoyant economic activity and strongly rising incomes, with the economy operating for the most part at full stretch. For the year as a whole the gain in output was over 7 per cent, considerably larger than for any year since the mid-1960s. The growth of employment was over 5 per cent, the strongest in about twenty-five years. Despite an unusually large number of new entrants into the labour market, the unemployment rate declined appreciably from the level of the two previous years.

A welcome feature of 1973 was the broad dispersion of the gains in income and employment among major sectors and major regions of the country. Secondary manufacturing had another good year. Tight world food supplies and sharply higher prices for a wide range of agricultural and fishery products had a major impact on incomes in these sectors; farm income, which had lagged behind other incomes in recent years, rose very sharply in 1973, particularly in western Canada. Extraordinarily strong world demand also contributed to high levels of activity and sharply increased earnings in Canada's basic resource industries.

In this environment there was an exceptionally large increase in prices in Canada in 1973. The GNP deflator averaged 7 per cent higher than a year earlier, and the Consumer Price Index rose by 9 per cent in the course of the year, with par-

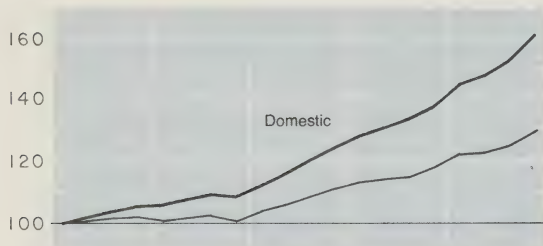
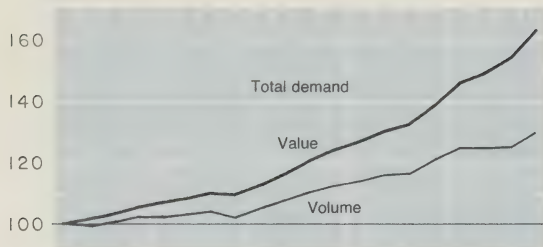
ticularly steep advances in food and energy prices. The rapid rise in domestic prices was closely related to the world-wide commodity inflation. Sharp price increases for a broad range of Canadian agricultural and resource-based exports led to higher prices for such products in the Canadian market. Import prices also rose rapidly, with a particularly marked impact on food costs. In the latter part of the year the escalation of oil prices by the major producing countries led to large increases in the domestic prices of petroleum products in the eastern part of the country.

Underlying the boom in world commodity markets last year was an unusually rapid upsurge in demand and output in all the main industrial countries. During the second half of 1972 and the first half of 1973 the combined real GNP of the major countries of the OECD area increased at an almost unprecedented rate from a level of output that was already relatively high. The resulting steep climb in demand for industrial materials added to the supply problems that already existed in certain areas, notably as a consequence of the disappointing grain harvests in several major producing countries in 1972. Even though the pace of expansion in the major industrial countries tended to slacken somewhat in the latter part of the year, prices continued to advance sharply throughout 1973 for most industrial and agricultural commodities.

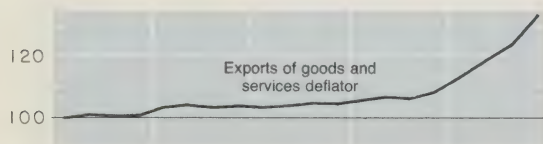
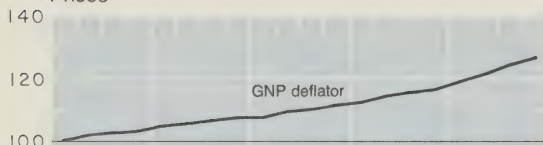
## Main Economic Indicators

1Q 1969 = 100, seasonally adjusted

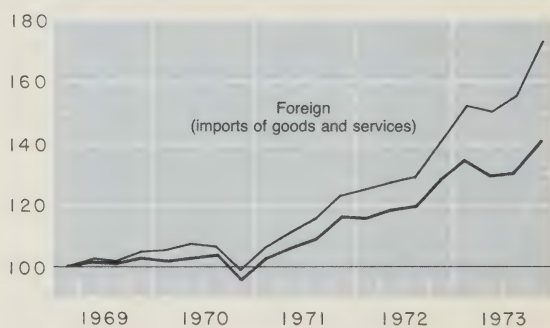
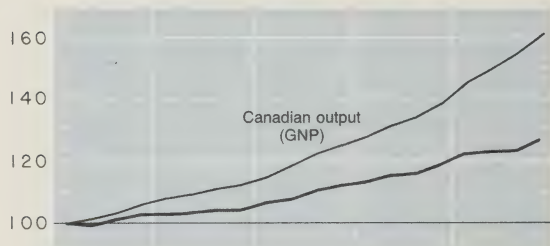
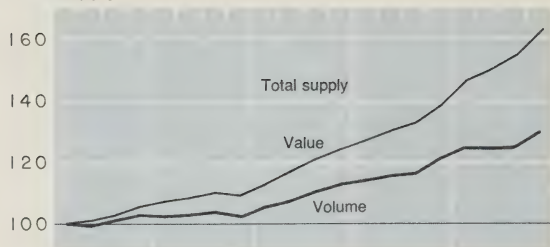
### Demand



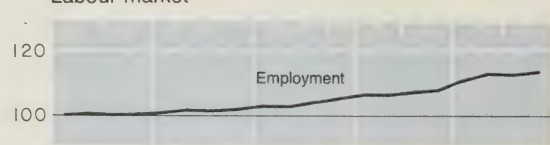
### Prices



### Supply



### Labour market



The deceleration of the growth of output in the major industrial countries in the second half of 1973 reflected in part a tightening of demand policies in a number of countries, but it is also apparent that capacity limitations and supply shortages were major restraining factors. This combination of influences was particularly evident in the United States. After expanding very rapidly over the winter months, output in the United States during the balance of 1973 rose at a much slower rate notwithstanding continued buoyancy in aggregate demand. By the final months of the year, however, signs of a moderation in demand had appeared; indeed housing starts had weakened markedly and car sales had also fallen considerably from their very high levels early in the year, in part as a result of consumer reactions to the difficult situation with respect to oil.

The combination of cutbacks in production announced by the main Arab oil-producing states in October, embargoes on shipments to certain countries, and substantial increases in the price of crude oil imposed by members of the Organization of Petroleum Exporting Countries, has created major problems and uncertainties for all oil-importing countries. For Canada, however, the immediate effects of these developments have been less serious than for most other countries. Supplies have remained generally available to Canadian industries and consumers, albeit at higher prices in eastern Canada, while the escalation of world petroleum prices will have little net impact on Canada's international trade balance on oil account.

At year-end and in the early weeks of 1974 the Canadian economy was continuing to exhibit considerable buoyancy in major sectors of demand with persisting pressures on capacity. A significant part of the sizeable increase in output in the final months of 1973 reflected a rebound from the effects of work stoppages during the summer. Employment also expanded strongly in the fourth quarter and registered a further sizeable advance in January 1974. While some possible weakening of export demand could be in prospect because of the marked slowing of

activity in several of Canada's major export markets, particularly the United States, exports continued to rise in January. Domestic demand continued to display evidence of considerable resilience. In contrast to the United States, both new car sales and housing starts stayed at high levels in Canada in the final months of 1973 and in the first weeks of 1974. Furthermore, current monthly indicators point to continued vigour in spending on new plant and equipment by Canadian business in the period immediately ahead. Indeed, the information available on business investment intentions indicates a continued rapid pace of capital outlays in 1974.

### **Demand — Domestic and Foreign**

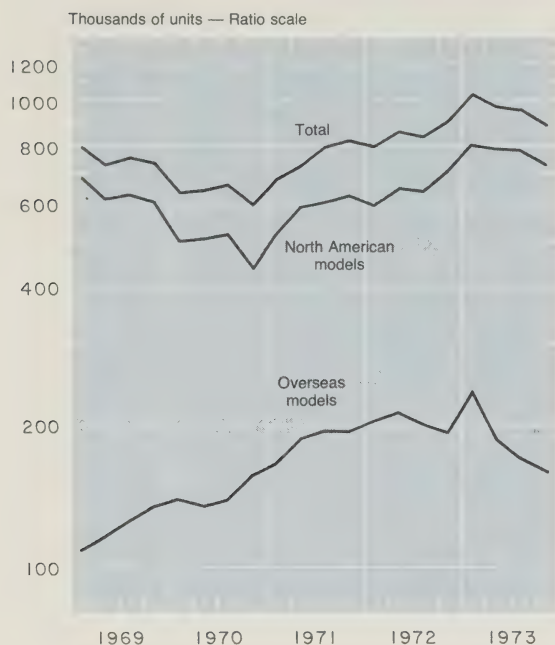
The buoyancy of total demand in the economy in 1973 reflected a combination of strength in spending from both domestic and foreign sources. The strength in domestic spending represented to an important degree a continued rapid advance in consumer outlays and residential construction. Major impetus also came from the sharp upturn in fixed capital formation by business after an extended period of relatively moderate growth.

Expenditures on consumer goods and services rose vigorously for the second consecutive year. Although part of the increase of close to 15 per cent reflected the faster rise in consumer prices, particularly for food and energy products, the percentage gain in volume was, nevertheless, higher than for total domestic demand. Purchases of both durables and semi-durables provided major support. The strong rise in expenditures on new cars that had been a feature of the closing months of 1972 continued into the early months of 1973, and outlays over the balance of the year and into the first weeks of 1974 remained close to the first quarter's record pace. Spending on other durables and semi-durables advanced strongly throughout the year, reflecting in part the demands associated with the continued strong expansion in house building. Housing starts totalled 268 thousand units for 1973 as a whole, setting a new record for the third successive year. Although housing completions also reached a



## New Car Sales

Seasonally adjusted at annual rates, quarterly



## Housing Starts

Seasonally adjusted at annual rates, quarterly



record total of 247 thousand units, the available information suggests that vacancy rates remained very low. This continued strength in housing demand persisted despite higher mortgage interest rates and sharp increases in the cost of construction and land.

The recovery of business fixed investment was delayed somewhat by strikes that affected construction in the latter part of 1972 and this was a factor in the very sharp rise in outlays in early 1973. Further substantial increases in spending on both plant and equipment were recorded during the remainder of the year despite growing difficulties in securing supplies, particularly in the area of non-residential construction. For the year as a whole, total business fixed investment (excluding housing) rose by 18 per cent in value and almost 12 per cent in volume. However, as a proportion of GNP, such investment has risen only moderately and is still well below the peaks

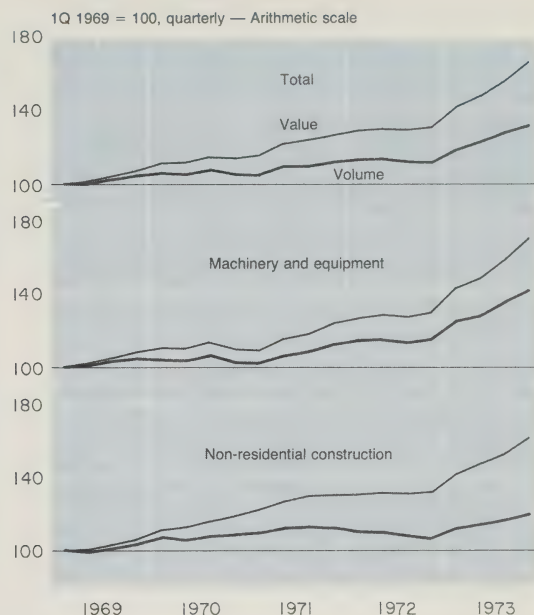
reached in earlier periods of strong investment activity, as may be seen in the left panel of the chart on page 15. The high rates of profits and capacity utilization in 1973, together with recent developments in the energy field, have provided a strong inducement for further large increases in investment outlays.

The accumulation of inventories by non-farm business in 1973 was only moderately higher than in the previous year, with additions to stocks undoubtedly restricted by the over-all tightness of supply in the face of heavy final sales. In manufacturing, the ratio of stocks to shipments reached a new low while the value of unfilled orders rose steeply throughout the year. Government outlays on goods and services, that part of government spending entering directly into GNP, rose from 1972 to 1973 at a slightly faster pace than in the previous year.

A growing demand for Canadian exports,



## Business Fixed Investment



which was already evident in 1972, continued to give major impetus to the Canadian economy in 1973. Merchandise exports rose sharply in value terms as an upsurge of demand from overseas countries was added to continued strength in the U.S. market. The major part of the increase was attributable to a 16 per cent rise in export prices under the impact of the world-wide commodity boom; particularly large increases occurred in the export prices received for grains and other farm produce, lumber, woodpulp, oil, copper, and most other non-ferrous metals. In addition, the further temporary appreciation of several major overseas currencies relative to the Canadian dollar in the first half of 1973 tended to add to the upward pressures on Canadian export prices. Given that a large part of Canada's foreign trade

is conducted on a contractual basis, the increase in unit values during 1973, although extraordinarily large, still did not reflect the full magnitude of the surge in spot prices for Canadian commodity exports. Accordingly, there is reason to believe that some further increase in realized export prices will occur in the first part of 1974 even if the corresponding spot prices prove to have peaked. In volume terms, exports rose by about 8 per cent or slightly less than in 1972, with all of this growth coming in the early part of the year. Supply constraints were clearly an element restricting further growth in the volume of sales. In addition, strikes in the rail and pulp and paper industries led to a sharp decline in the volume of shipments in the third quarter, followed by a rebound in the final months of the year.

## Supply — Production and Imports

The value of the Gross National Product expanded by almost 15 per cent following an increase of 10<sup>3</sup>/<sub>4</sub> per cent the previous year. In volume terms the rise in output accelerated to 7 per cent from 5<sup>3</sup>/<sub>4</sub> per cent in 1972.

Following exceptionally sharp gains in production over the winter months, the expansion of the economy slackened somewhat in the second quarter, reflecting evident capacity constraints. As in 1972, major work stoppages contributed to a slowing in economic activity in the third quarter and their settlement to the rebound in the final months of the year. In the closing months of 1973 capacity limitations were apparently continuing to restrain the expansion of output in many industries. In the automotive industry, however, there were cutbacks in production that were related mainly to the slackening U.S. demand for cars.

Agricultural production rose only moderately from last year's relatively low level. A substantially larger wheat crop was harvested but there was, on balance, little change in the size of other crops. Furthermore, output of meat, dairy and poultry products appears to have been adversely affected by the sharp increase in the cost of feed.

One of the most striking features of the year was the speed with which the economy seemed to move up to the limits of its operating capacity. Indeed, the economy began to show signs of strain sooner than anticipated, particularly in the light of the relatively high rate of recorded unemployment. While some shortages had been reported in 1972, they emerged both in the case of skilled labour and materials with increased frequency from early in 1973 and became commonplace as the months passed. Delivery times for many products lengthened appreciably as unfilled orders piled up. In some cases, for example in steel, producers moved to a system of allocation among customers. These effects were intensified by the correspondingly strained capacity situation in other countries.

The lack of spare plant capacity represented a major constraint on the short-run response of production to demand over a broad range of industries. Very tight conditions prevailed for a

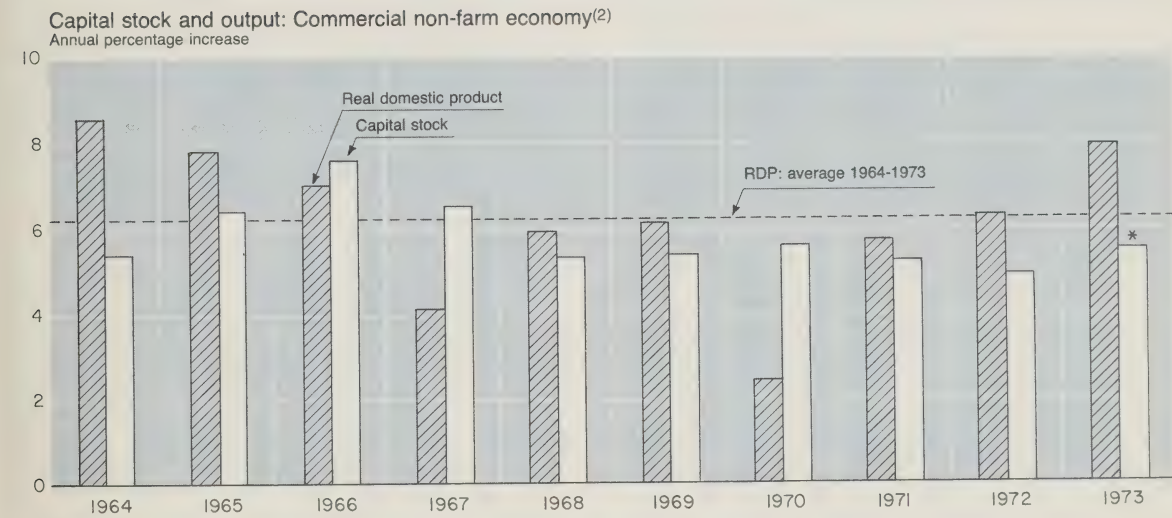
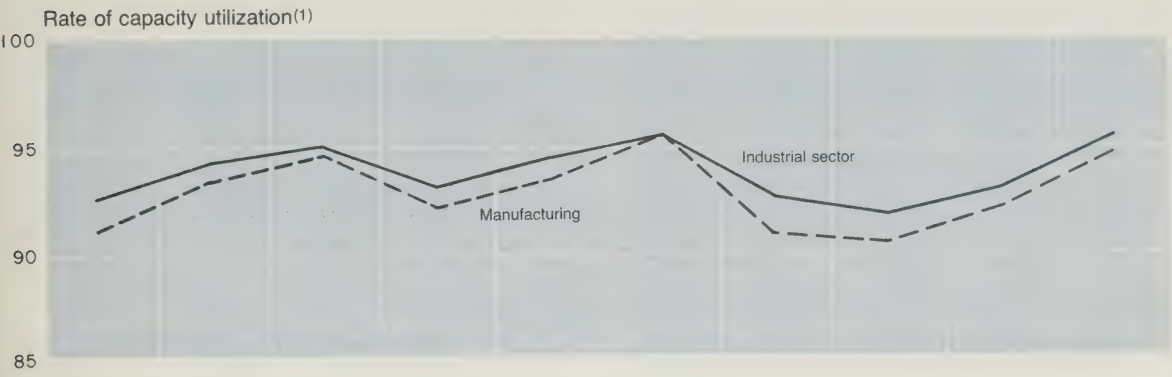
number of key processed materials including steel, pulp and paper, other wood products, petrochemical feedstocks, and chemical products. For the industrial and manufacturing sectors as a whole, estimates prepared by the Department of Industry, Trade and Commerce indicate that rates of capacity utilization rose in 1973 to levels comparable with earlier peaks reached in the 1960s.

While the sharp run-up of demand was clearly the immediate cause of the tight capacity situation prevailing in Canadian industry, an important contributing factor was the relatively sluggish pace of investment for several years prior to 1973. Although estimates of the stock of plant and equipment are necessarily approximate, they do suggest that the capital stock grew quite slowly in the period after 1967. Annual changes in capital stock and output for the commercial non-farm economy are shown in the lower panel of the chart on the facing page.

The strong growth of aggregate demand in the economy, combined with sharply rising prices abroad, led to a substantial increase in the value of merchandise imports — comprising a 14 per cent increase in volume and an increase in price of almost 10 per cent. The increase in import prices was not as rapid as for exports because raw materials, whose world prices rose extraordinarily rapidly in 1973, represent a relatively smaller proportion of our import bill. Despite a higher rate of over-all growth in the Canadian economy, the rise in the volume of imports was not quite as rapid as for 1972, largely because of a decline in the volume of imports of automobiles from overseas countries, the easing of demand for imported food, and short supplies of many materials in world markets.

The more rapid growth in the volume of imports than in exports produced a substantial adverse movement in real terms in Canada's current account position. However, since export prices rose much more rapidly than import prices, leading to an improvement of some 6 per cent in Canada's terms of trade, the actual balance in value terms improved slightly compared with 1972; the current account deficit resulting from Canada's transactions in goods, services and transfers declined by about \$300 million to approximately \$330 million in 1973.

## Capacity and Output



\* Estimate  
Source: (1) Annual average of quarterly estimates prepared by the Department of Industry, Trade and Commerce  
(2) Statistics Canada

## The Labour Market

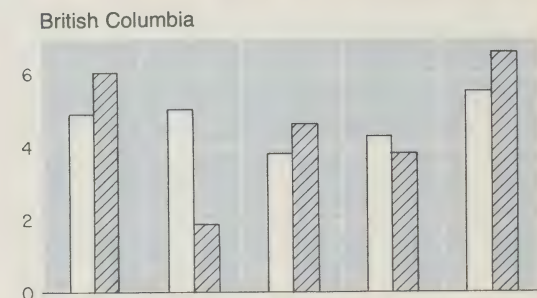
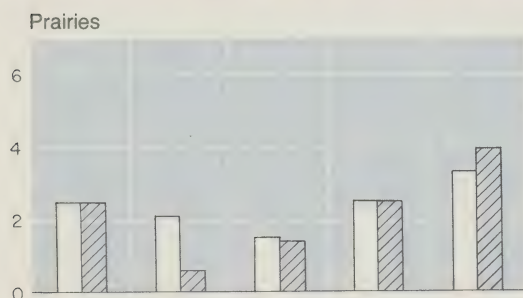
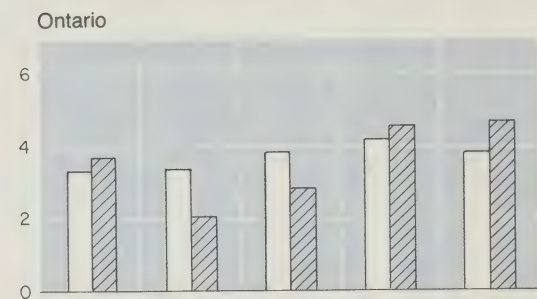
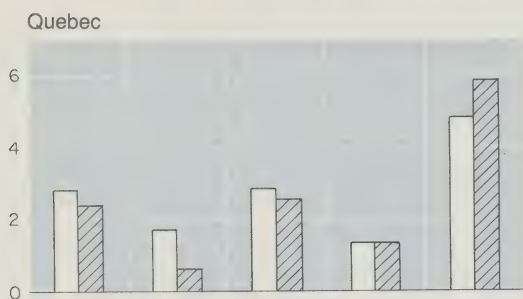
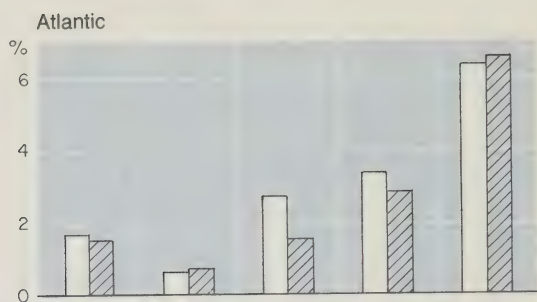
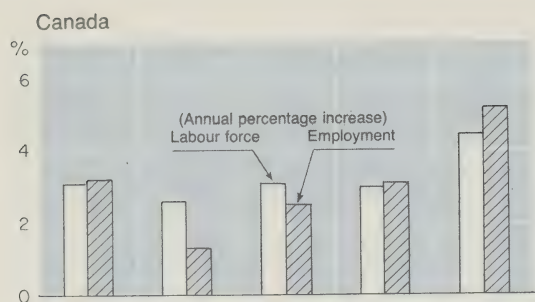
The sharp expansion of output in 1973 was accompanied by extraordinary gains in employment. For the year as a whole total employment was over 5 per cent greater than in 1972. A major part of the increase came at the beginning of the year in conjunction with the very strong advance in output during that period. Also in correspondence with the movement of production, only limited increases in employment occurred during the spring and summer months, followed by re-

newed gains towards the end of the year. Despite the very strong expansion in output in 1973, the rise in labour productivity was below average — an indirect, but suggestive, indication of the generally tight operating conditions prevailing.

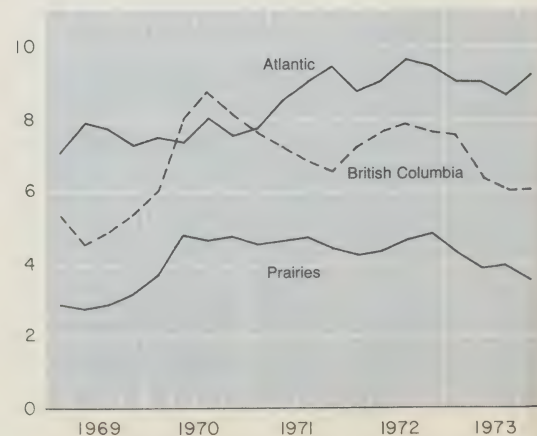
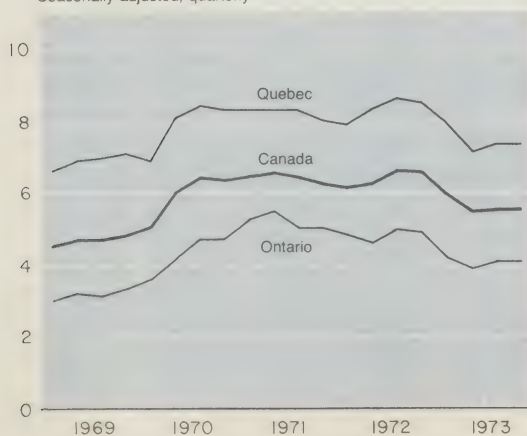
The expansion of employment opportunities gave rise to a record increase of almost 4½ per cent in the labour force. This was about 50 per cent greater than the more normal labour force growth registered in the two previous years. The sensitivity of labour force response to



## Regional Labour Markets



**Unemployment rate**  
Seasonally adjusted, quarterly





employment growth was apparent in the behaviour of all the major labour force categories. Most strikingly, the very large expansion of more than 8 per cent in the employment of people under 25 years of age was accompanied by a  $6\frac{3}{4}$  per cent increase in the labour force in that age group. The entry of young people into the labour force in such large numbers, with particularly marked increases among teenagers, was accompanied by some reduction in the proportion not in the labour force because they were attending school.

Under the impact of the rapid gains in employment in the early months of the year, the unemployment rate fell sharply, reaching 5.3 per cent on a seasonally adjusted basis in July. With the slowing of employment expansion over the summer months, unemployment moved back up somewhat from this low point, but declined again in the final months of the year. During 1973 the unemployment rate averaged 5.6 per cent of the labour force compared with 6.3 per cent in the previous year. For the core group of men 25 years of age and over, the unemployment rate fell from 4.9 per cent in 1972 to 4.2 per cent in 1973, returning to approximately the same level as in 1968-69. In 1973 this group, which constitutes about one half of the work force, accounted for only 38 per cent of total unemployment. Recorded unemployment also declined for young people and adult women but in both cases the rates remained well above the levels typical four to five years earlier.

The paradox of high rates of measured unemployment in the face of employers' apparent difficulties in hiring labour was commented upon in last year's Annual Report. The record of the labour market in 1973 has tended to confirm the view that at the present time a given level of the national unemployment rate as recorded in the Labour Force Survey does not reflect the same degree of ease in labour markets, or in the economy as a whole, as it formerly did. While the over-all unemployment rate in 1973 was still higher than that recorded during such earlier periods of high level operation as the mid-1950s and mid-1960s, there were widespread reports of shortages of skilled labour and even of unskilled labour in certain areas of the country. The statistics on job vacan-

cies and the index of newspaper help-wanted advertising also point to a further major tightening of the labour market in 1973; in the second half of the year both measures were markedly higher than a year earlier. A further indication of the intensified pressure of demand for labour was the considerable rise in the proportion of vacancies remaining unfilled for one month or more.

In all regions except Ontario there was a marked acceleration of employment growth in 1973. The strongest gains year-over-year were in the Atlantic region and British Columbia, where the expansion was in the range of  $6\frac{1}{2}$  per cent, but the acceleration was greatest in Quebec — from  $1\frac{1}{4}$  per cent in 1972 to  $5\frac{3}{4}$  per cent in 1973. Employment growth in Ontario matched the previous year's unusually large gain of  $4\frac{1}{2}$  per cent, while in the Prairie region the rise was 4 per cent, about  $1\frac{1}{2}$  percentage points more than in 1972. The decline in unemployment was also general across Canada, although the extent of the reduction varied considerably by region. In British Columbia the rate fell by over one percentage point to  $6\frac{1}{2}$  per cent. In the Atlantic region the very strong growth of employment was accompanied by an unprecedented expansion in the labour force and the unemployment rate remained close to 9 per cent.

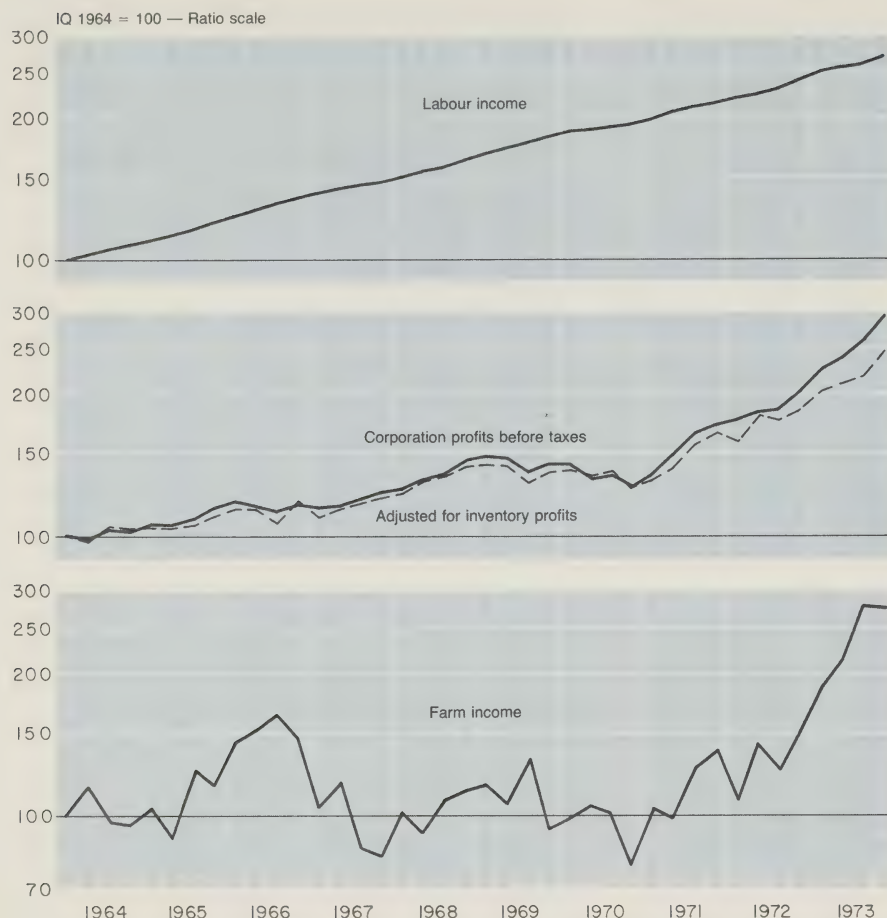
### **Incomes, Costs, and Prices**

All major categories of income rose at a faster rate in 1973 in response to the strong increases in demand and output. As a result of the strong gains in employment, labour income rose by over 12 per cent, somewhat more rapidly than in the previous year. Other important elements contributing to the exceptional increase in personal disposable income — 14 per cent in nominal terms — were the jump in income received by farmers, cuts in personal income taxes and substantial increases in transfer payments from governments. Even after making allowance for the inflation of consumer prices, the increase in disposable income was still unusually large.

Farm income had lagged behind other incomes for a number of years, as may be seen in the chart on page 20. The remarkable rise of 83 per cent in

## Selected Income Components of GNP

Seasonally adjusted, quarterly



accrued net farm income in 1973 mainly reflected sharply higher prices in domestic and export markets. The strength of export markets was also an important factor in the vigorous rise in the earnings of Canada's major resource industries, reinforcing the impetus to higher business profits coming from the cyclical expansion of domestic demand. Continuing the recovery of the two previous years from the depressed level in 1970, total corporation profits before taxes in 1973 were

some 37 per cent higher than in 1972. After deducting the estimated accounting profits associated with the effect of higher prices on the value of inventories, the gain was about 27 per cent.

The faster growth of labour income does not appear to have contributed to the acceleration of costs in the economy in 1973 since, on the basis of preliminary data, the rise in unit labour costs of  $4\frac{3}{4}$  per cent was about the same as in 1972. While

the available indicators do not suggest much change in 1973 in the rate of increase of average wages and salaries, a forward looking indicator of wage trends, new wage settlements under collective bargaining, clearly moved up. Excluding the construction industry, for which comparable figures are not available, the annual increases in base rates of pay over the life of contracts averaged out to over 9 per cent for the year, or 1½ percentage points more than in 1972. In the second half of 1973 the rate of increase in base rates under new settlements rose to almost 10 per cent. Furthermore, this would appear to be an underestimate of the extent of the rise, in that the base rate measure does not take into account either fringe benefits or clauses tying future wage adjustments to increases in the Consumer Price Index. Both these elements were prominent in major contracts negotiated in the latter months of the year.

Food prices had begun to show a markedly sharper rate of increase by the middle of 1972 and continued to climb steeply throughout most of 1973. Most categories contributed to the acceleration. At the end of 1973 the food component of the Consumer Price Index was 17 per cent higher than a year earlier: dairy products were up 8½ per cent, fruit and vegetables 12 per cent, bakery and cereal products 19 per cent, pork 27 per cent, and beef 28 per cent. The magnitude of food price increases tapered off towards year-end, however, particularly in the case of meat, fruits and vegetables. While the future trend of food prices remains uncertain, such indications as the substantially increased acreage planted to winter wheat in the United States point to the possibility of some improvement in supplies of feedgrains, cereals and ultimately livestock and related products.

The major impact of the international commodity inflation has also been evident in the widespread and sharply higher rates of increase for the main non-food categories of industry selling prices, and the escalation in the prices of oil and oil-based products over recent months has added further to industry costs. While some of these cost and price increases at the earlier

stages of processing remain to be worked through to the retail level, some relief may be forthcoming to the extent international industrial commodity prices respond to the easing of world demand pressures apparently in progress.

The large increase in the Consumer Price Index in 1973, 7½ per cent year-over-year and 9 per cent from year-end to year-end, was only partly attributable to the upsurge in food prices. The cost of energy items also rose steeply, particularly in the eastern part of the country, under the impact of large increases in the prices of gasoline and fuel oil, together with some upward adjustment in the price charged for natural gas in the final months of the year. Even apart from food and energy, there was a perceptible acceleration in prices across a broad range of goods and services purchased by consumers. From the end of 1972 to the end of 1973 the Consumer Price Index excluding food and energy items rose by 5½ per cent compared with a 4 per cent increase during 1972.

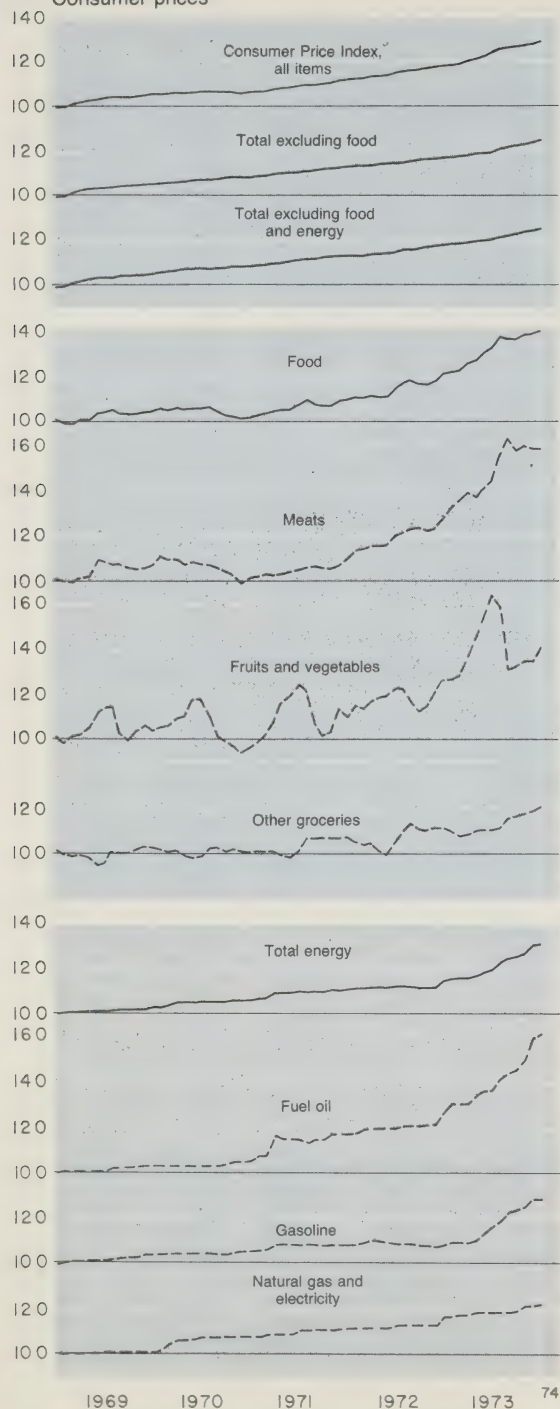
A chart showing movements in selected components of the Consumer Price Index and of the Index of Industry Selling Prices since the beginning of 1969 appears on the following page.



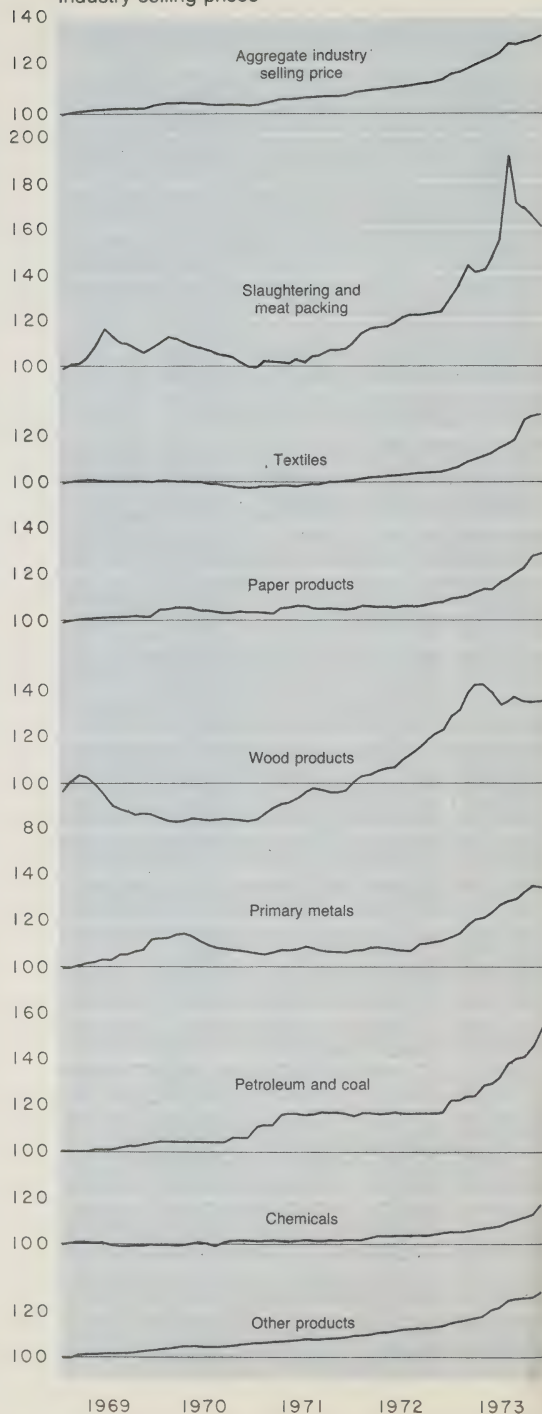
# Selected Price Measures

1Q 1969 = 100, not seasonally adjusted

## Consumer prices



## Industry selling prices



## Financial Developments

The very large increase in spending that occurred in 1973 was accompanied by a substantial expansion of credit. Major non-financial borrowers other than the Government of Canada raised \$4 billion more in total during 1973 than in the previous year, with the largest part of the increase accounted for by non-financial businesses and mortgage borrowers.

This very strong demand for funds, together with the less accommodating stance of monetary policy and the rapid rise in interest rates in the United States and other foreign financial markets, resulted in substantial upward pressure on

domestic interest rates in Canada during 1973. Although short-term interest rates in Canada did not reach peak levels as high as in the United States and elsewhere, the increases were nonetheless substantial.

The amounts raised by non-financial borrowers in recent years are summarized in the following table.

The amount of Government of Canada securities outstanding declined slightly in 1973, despite the fact that the Government's domestic financial requirements have remained substantial. When measured over the calendar year 1973,

### Borrowing by Major Non-financial Sectors<sup>(1)</sup>

	Billions of dollars		
	1971	1972	1973
Non-financial business .....	5.3	4.7	6.6
Mortgage borrowers <sup>(2)</sup> .....	2.5	4.0	6.0
Consumers .....	1.4	2.2	2.6
Provinces and municipalities <sup>(3)</sup> .....	2.9	3.5	3.1
Sub-total .....	12.1	14.4	18.4
Government of Canada <sup>(4)</sup> .....	3.0	1.6	-0.1
Total .....	15.1	16.0	18.3

(1) Increases in mortgages and other loans from financial institutions, plus net new issues of securities and foreign direct investment in Canada.

(2) These are principally mortgages secured by residential property. The figures exclude net mortgage lending by governments and their agencies, notably CMHC, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.

(3) Includes government enterprises. Loans from the Government of Canada are excluded.

(4) Net changes in Canadian dollar Government of Canada securities outside Government accounts; the figures do not include temporary financing resulting from swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account. They are not a measure of Government of Canada cash requirements.

these requirements were just under \$1 billion, an amount which, because of timing differences, is well below that expected for the fiscal year ending March 31, 1974. Ordinary foreign exchange operations were a source of Canadian dollars to the Government in 1973 and in addition the Government's cash balances were augmented as a result of temporary swap transactions entered into by the Bank of Canada with the Exchange Fund Account. Details of these transactions and of the Government's financing generally in 1973 are given in the final chapter of this Report.

Provinces and municipalities and their enterprises raised less in both domestic and foreign bond markets, although this was partly offset by increased recourse to the chartered banks. The decrease in total provincial-municipal borrowing occurred despite a widening of the deficit of this sector on a national accounts basis; it apparently was facilitated by a rundown of holdings of financial assets, which had been built up during 1972.

Despite a continued strong rise in internally-generated funds, non-financial businesses raised nearly \$2 billion more from other sources in 1973 than in the previous year. This increase in funds raised reflected the strong rise in outlays on fixed investment, as well as spending on inventories and further substantial additions to holdings of financial assets. The additional borrowing was largely in the form of bank loans. Total funds raised in Canadian and foreign bond and stock markets declined slightly from the level of the previous year.

Borrowing by consumers continued to rise in 1973, although less rapidly than in the previous year. The principal source of these credit demands lay in the continued strength of outlays on automobiles and other consumer durables and semi-durables.

Mortgage borrowers obtained \$6 billion of financing from private financial institutions in 1973, an increase of \$2 billion from the already very large flow during 1972. The further increase

## Major Assets of Financial Institutions<sup>(1)</sup>

	Billions of dollars Dec. 1973	Percentage change	
		Dec. 1971 to Dec. 1972	Dec. 1972 to Dec. 1973
Deposit-taking institutions			
Chartered banks <sup>(2)</sup> .....	48.3	15	17
Quebec savings bank .....	0.8	10	15
Trust and mortgage loan companies .....	15.4	15	23
Credit unions and caisses populaires .....	8.4	27	25
Sub-total .....	72.8	16	19
Contractual savings institutions			
Life insurance companies .....	18.8	10	9
Pension funds .....	15.8	14	13
Sub-total .....	34.5	11	11
Sales finance and consumer loan companies .....	6.8	13	14
Total .....	114.1	14	16

(1) Figures for December 1973 are estimated, except for banks.

(2) Major Canadian dollar assets plus net foreign currency assets; average of Wednesdays.



in the volume of residential construction activity gave rise to a strong demand for mortgage funds. Indeed, the rate of housing starts realized over the past two years has been well above the pace required, on average, to meet the targets given in official projections of housing needs during the 1970s. The demand for mortgage funds was also influenced by the marked rise in lending on existing housing and the sharp increases in the prices of both new and existing housing.

Mortgage borrowers might have been expected to encounter considerable difficulty in obtaining funds on this scale in a year in which other credit demands were also strong. However, the principal mortgage lending institutions were able to attract sufficient funds, although at a higher cost, so that the flow of mortgage money was well maintained. This outcome contrasted sharply with the situation in the United States where the mortgage market was adversely affected by the difficulties in raising funds experienced by the institutions that specialize in mortgage lending. Mortgage holdings of Canadian institutional mortgage lenders as a group increased by 25 per cent in 1973, compared with 20 per cent in the previous year. Holdings of the trust and mortgage loan companies rose by 29 per cent, a much higher rate than in 1972 and double the rate during the previous five years. Chartered banks' mortgage portfolios rose by 34 per cent in 1973, the third consecutive year of strong growth. Official requests were made to the banks to maintain a reasonable flow of residential mortgage funds.

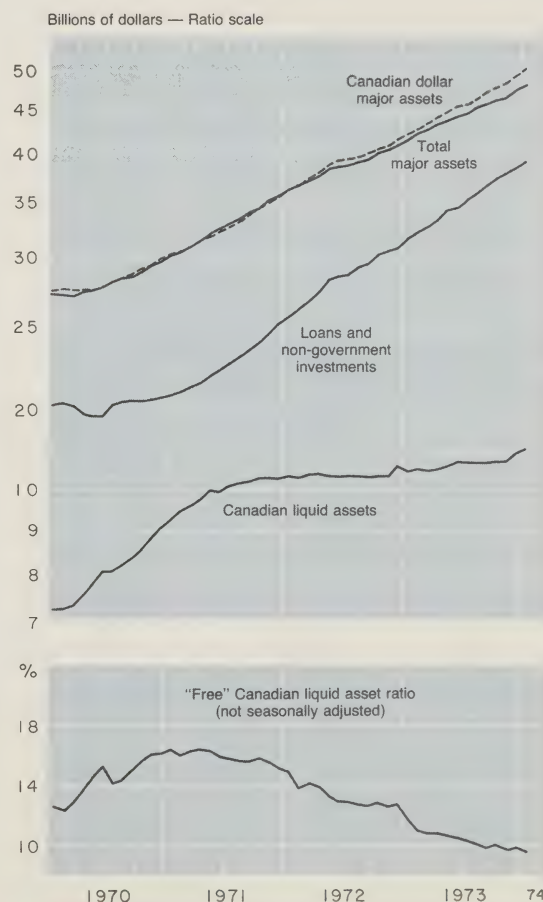
The substantial amount of funds raised by Canadian residents in 1973 was apparently obtained without net recourse to foreign sources. There were net inflows of capital in long-term forms of about \$725 million but net outflows of short-term capital (including errors and omissions) amounted to about \$850 million. The long-term capital inflow was about \$1 billion lower than in 1972. This sharp reduction reflected a marked decline in net new issues of Canadian bonds sold to non-residents, a smaller inflow resulting from transactions in outstanding Canadian and foreign securities and a larger outflow in the form of Canadian direct investment abroad.

Sales of domestic securities to Canadians as well as to non-resident investors were lower in 1973 than in 1972. The increase in credit flows that occurred in 1973 was accounted for entirely by the growth in institutional lending, particularly by those institutions that rely mainly on the issue of various kinds of deposit-type claims. Additions to mortgage portfolios were a major factor in the growth of deposit-taking institutions. Their total assets increased by 19 per cent in 1973, compared with 16 per cent in 1972.

The chartered banks' total major assets rose by 17 per cent in 1973. As in 1972, there was little

### Chartered Bank Assets

Average of Wednesdays, seasonally adjusted



change in their holdings of Canadian liquid assets so that liquidity ratios declined further. The pressure on the banks' Canadian dollar resources also gave rise to a substantial increase in their foreign currency deposit liabilities to Canadian residents. As a result the net foreign currency position of the banking system declined by over \$1 billion during the year. Thus the rate of growth of total major assets, which includes the net foreign position, was less than that for Canadian dollar major assets.

In addition to the substantial increase in residential mortgages mentioned above, all major categories of bank loans rose strongly during the year. The increases in loans to municipalities and sales finance companies were particularly sharp, but the rate of growth of ordinary personal loans slowed as the year progressed.

The banks' loans to business borrowers rose more rapidly in 1973 as a whole than in 1972. The extent to which businesses borrowed from the banks reflected both the underlying strength of their credit demands and, in the case of larger borrowers, the fact that through much of 1973

bank lending rates were low relative to the cost of funds in securities markets. Authorizations to large business borrowers rose by 18 per cent in 1973, the same rate as in the previous year. The rate of growth of other authorizations slowed somewhat but was still substantial.

During 1973, as in previous years, the behaviour of bank business loans outstanding was affected by the switching of financing between the short-term paper market and the banks. Such shifts can occur on the basis of small changes in the spread between interest rates on bank loans and those prevailing in the short-term paper market. Following rapid growth from mid-1972 to mid-1973, the amount of commercial paper outstanding fell sharply in the second half of 1973. Thus, while the growth of business loans was even more rapid in the second half of 1973 than in the first half, it was associated with the sharp decline in the amount of short-term paper outstanding. The sum of these two kinds of business borrowing rose at an annual rate of 22 per cent in the second half of the year, compared with 29 per cent in the first half.

## Chartered Bank Selected Assets

	Billions of dollars Dec. 1973	Annual rates of change				
		Years			Half-years <sup>(1)</sup>	
		Dec. 1970 to Dec. 1971	Dec. 1971 to Dec. 1972	Dec. 1972 to Dec. 1973	Dec. 1972 to June 1973	June 1973 to Dec. 1973
Canadian liquid assets .....	11.1	14	4	3	1	5
General loans .....	29.3	20	23	26	26	27
— unsecured personal .....	8.9	24	24	24	30	19
— business .....	17.1	24	22	27	23	31
Other loans .....	2.3	-16	13	29	17	42
Mortgages .....	4.5	56	47	34	35	34
Total major assets <sup>(2)</sup> .....	48.3	19	15	17	16	17
Canadian dollar major assets .....	49.9	19	17	19	19	19

(1) Seasonally adjusted.

(2) Canadian dollar major assets plus net foreign currency assets.



## Selected Measures of Short-term Credit to Business

	Billions of dollars Dec. 1973	Annual rates of change					
		Years		Half-years <sup>(1)</sup>			
		Dec. 1971 to Dec. 1972	Dec. 1972 to Dec. 1973	Dec. 1971 to June 1972	June 1972 to Dec. 1972	Dec. 1972 to June 1973	June 1973 to Dec. 1973
Bank business loans . .	17.1	22	27	25	18	23	31
Commercial paper including bankers' acceptances . . . . .	1.7	- 6	8	-31	26	84	-37
Total . . . . .	18.8	18	25	17	19	29	22

(1) Seasonally adjusted.

As mentioned earlier in this Report, the banks were urged by the Bank of Canada to maintain their policies of ensuring a reasonable flow of funds to smaller businesses and to borrowers in the less buoyant regions of the country. The rate of growth of business loans under authorizations of \$100,000 or less was 14 per cent in 1973 compared with 12 per cent during the previous year.

In 1973 most banks adopted a dual lending rate structure for business borrowers under which the minimum lending rate to smaller borrowers, generally those with authorizations of \$200,000 or less, was lower than the prime rate to other borrowers. As lending rates were increased during the year the minimum rates applicable to smaller borrowers and the average rates charged on these accounts rose less than the comparable rates for larger borrowers.

During much of 1973, the banks competed aggressively for funds by raising the rates of interest offered on term and savings deposits. They were particularly successful in attracting personal fixed-term deposits, which in the course of the year rose by \$3.4 billion — or more than 50 per cent — accounting for about one half of the total increase in the banks' Canadian dollar deposits. No doubt some of the success achieved in

this area by the banks, and by other financial institutions, reflected the fact that they attracted funds of the kind that had flowed into Canada Savings Bonds in previous years.

Over 1973 as a whole, non-personal Canadian dollar term and notice deposits rose less rapidly than in 1972. Deposits of \$100,000 and over for terms of less than one year continued to be subject to interest rate ceilings under the "Winnipeg agreement". Although the ceiling rate was raised substantially during the year it did constrain the banks' ability to compete for large blocks of short-term Canadian dollar funds. Occasionally the banks bid very aggressively for blocks of funds for terms just slightly longer than those governed by the "Winnipeg agreement". At the same time the banks were able to attract a substantial amount of funds — \$1.4 billion — by offering Canadians more attractive yields on foreign currency deposits than they could on Canadian dollar deposits.

Thus in the course of 1973 the banks relied to an increasing extent on relatively high-cost term deposits of various kinds to finance the growth in their assets. This process involved a lengthening of the average term of their liabilities as well as an upward movement in interest rates paid on

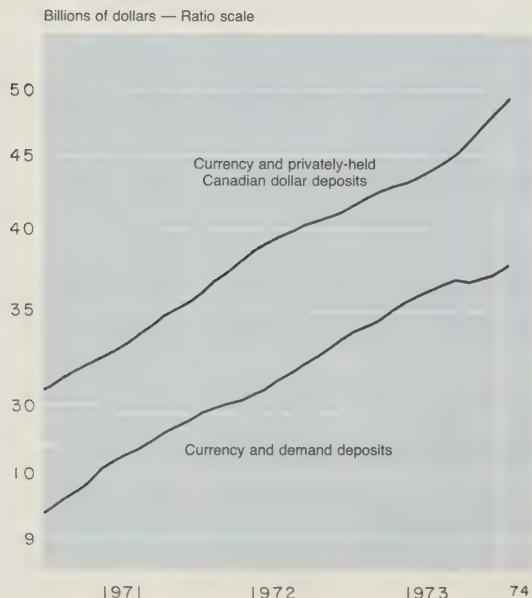


## Currency and Chartered Bank Canadian Dollar Deposits

	Billions of dollars Dec. 1973	Annual rates of change <sup>(1)</sup>				
		Years			Half-years	
		4Q 1970 to 4Q 1971	4Q 1971 to 4Q 1972	4Q 1972 to 4Q 1973	4Q 1972 to 2Q 1973	2Q 1973 to 4Q 1973
Currency and demand deposits .....	14.4	17	14	12	16	8
Personal savings deposits .....	24.3	8	11	20	14	26
— fixed term .....	8.6	— 7	24	56	36	80
Non-personal term and notice deposits .....	9.7	39	36	11	2	22
— fixed term .....	8.8	35	46	13	3	24
Currency and total privately-held Canadian dollar deposits .....	48.4	16	16	15	12	19
Currency and total Canadian dollar deposits .....	50.6	18	15	16	16	16

(1) Calculated from the averages for the quarters shown; half-years are seasonally adjusted.

## Currency and Chartered Bank Deposits<sup>(1)</sup>



(1) Centred 3-month moving average of seasonally adjusted average of Wednesday data

deposits. The broad measure of the money supply, which includes these term deposits, rose by 15 per cent in 1973.

As short-term interest rates rose, there was a distinct moderation in the growth of the money supply on the narrow definition that includes only currency and chartered bank demand deposits. During the period of roughly 2½ years up to the second quarter of 1973, currency and demand deposits had risen at an average annual rate of more than 15 per cent. Over the second half of 1973 the rate of increase declined to 8 per cent, bringing the year-to-year increase to 12 per cent by the fourth quarter.

The upward movement that characterized Canadian interest rate developments in 1973 began early in the year. Yields on treasury bills began to rise in January. By March other short-term market rates had started to move up, and on April 9 the Bank Rate was raised to 5¼ per cent from 4¾ per cent where it had been since October 25, 1971. Immediately thereafter the "Winnipeg agreement" ceiling observed by the banks on their large short-term Canadian dollar

deposits was raised by  $\frac{1}{2}$  per cent to 6 per cent and their prime lending rates were raised by an equal amount to  $6\frac{1}{2}$  per cent. Other bank deposit rates were also increased.

In succeeding months market interest rates continued to rise sharply and there were a series of further increases in the institutional rates mentioned above. By September 13, four further increases in the Bank Rate had raised it to its present level of  $7\frac{1}{4}$  per cent. The ceiling on large short-term deposits was also adjusted upward in several steps to a level of  $8\frac{1}{2}$  per cent. Through

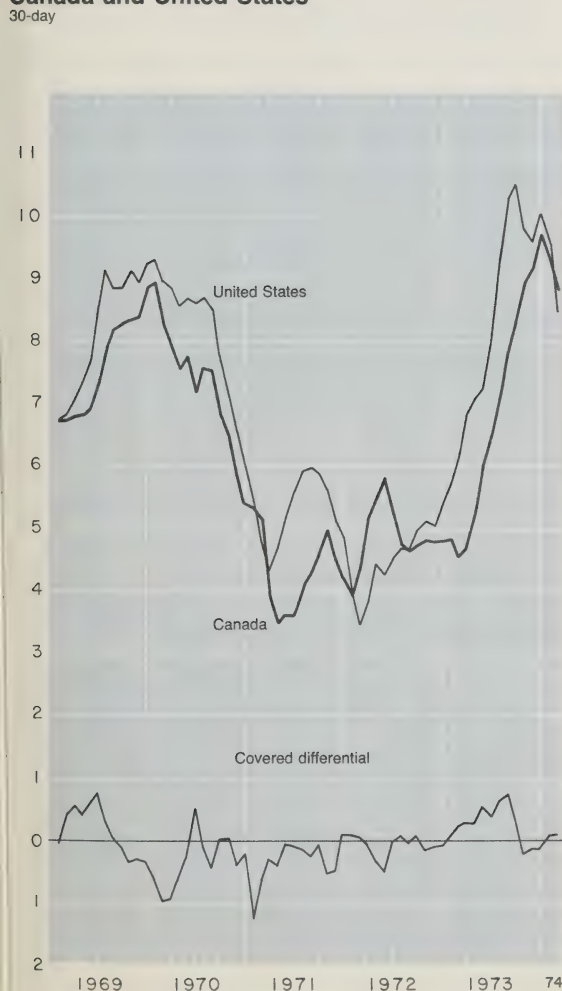
much of this period the existence of the "Winnipeg agreement" tempered the pace of the rise in short-term interest rates. The chartered banks' prime lending rates reached  $9\frac{1}{2}$  per cent in December.

During 1973 Canadian short-term interest rates did not rise as high as those in the United States, in the Euro-dollar market or in other foreign markets. By year-end, U.S. bank prime lending rates had reached a peak of 10 per cent, but when account is taken of the widespread U.S. practice of requiring compensating balances, the effective cost of funds to prime borrowers was probably around 11 per cent compared with the  $9\frac{1}{2}$  per cent prime rates in Canada. Rates on short-term commercial paper in the United States reached peak levels of about  $10\frac{3}{4}$  per cent in September whereas at that time comparable rates in Canada were about  $8\frac{1}{2}$  per cent. Subsequently these short-term interest rates came closer together as U.S. rates moved to a lower level while Canadian paper rates rose further during the remainder of 1973. In early 1974 short-term market interest rates declined in both countries. Throughout this period the spread between spot and forward exchange rates tended to move with the changing spread between short-term interest rates in the two countries.

By the latter part of 1973 the increase in short-term rates had brought them to levels above those on long-term securities. Earlier in 1973 the cost of short-term accommodation had been substantially below that of long-term financing and this no doubt contributed to the rapid expansion of shorter-term credit. In general, long-term rates were  $\frac{3}{4}$  to 1 percentage point higher by September than at the beginning of the year and, on balance, have since shown little change.

A chart showing movements in selected interest rates since the beginning of 1969 appears on the following page.

### Yields on Short-term Paper: Canada and United States

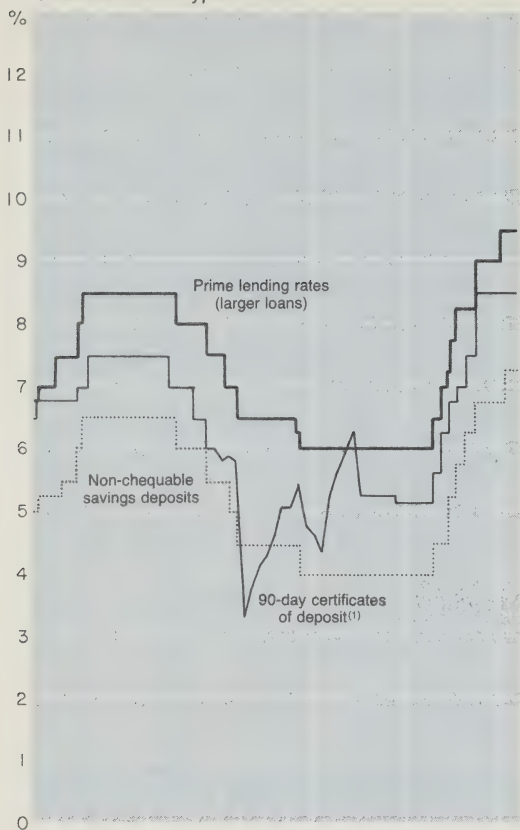


## Interest Rates

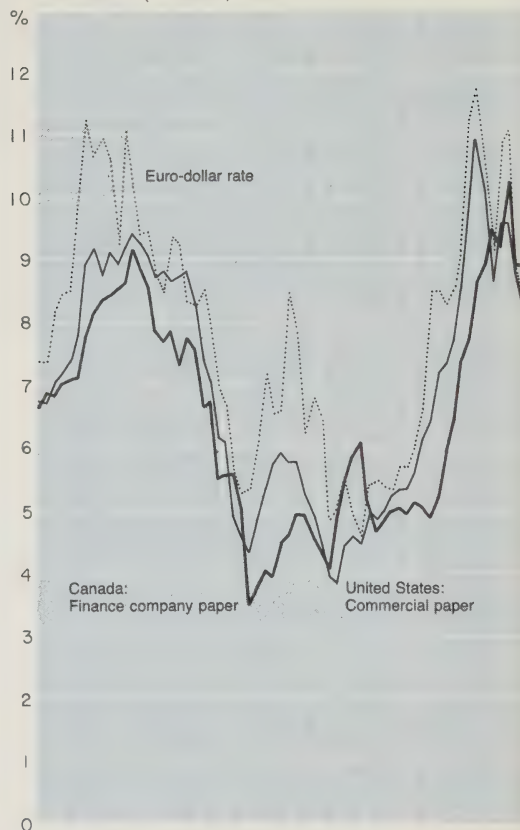
Monthly

### Short-term

Chartered bank typical rates



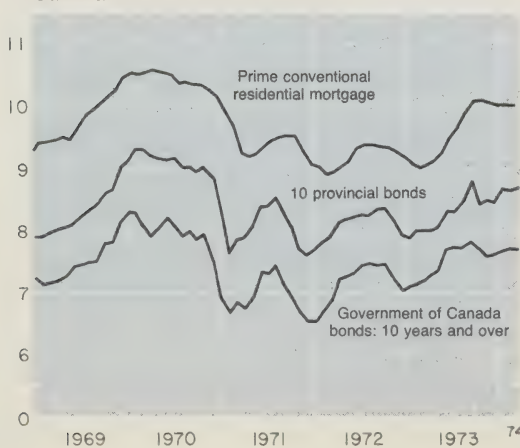
Short-term (3 month) rates



(1) Until November 1970 and after June 12, 1972, rates prevailing under interest rate agreements

### Long-term

Canada



Canada-U.S. comparison





# Bank of Canada Operations

This chapter provides details of the operations of the Bank of Canada in 1973 related to the implementation of monetary policy, and of the Bank's operations as agent for the Government of Canada both in the management of the public debt and in connection with the activities of the Exchange Fund Account.

## Monetary Policy

During 1973 the Bank of Canada so managed the cash reserves of the chartered banks that the banks' total assets were not permitted to rise in line with the rapid growth of their loans and mortgages.

The amount of "free" Canadian liquid assets<sup>(1)</sup> in the banking system fell substantially in the course of 1973 and by year-end the ratio of "free" Canadian liquid assets to total major assets had declined to 9.8 per cent, compared with 12.8 per cent at the end of 1972. The required minimum secondary reserve ratio was maintained at 8 per cent by the Bank of Canada and increasing amounts of treasury bills were therefore needed by the banking system to meet this requirement. In total, however, the banks' holdings of interest-earning Canadian liquid assets were at virtually the same level in December 1973 as they had been a year earlier.

In the face of strong credit demands the limita-

tion on the growth of the banking system that was imposed through the pressure maintained on the banks' cash reserves led to the upward movement of interest rates that began early in 1973. The Bank of Canada raised its Bank Rate five times during the year to 7¼ per cent, where it has remained since September 13.<sup>(2)</sup>

The record of the chartered banks' cash reserve positions during 1973 is shown in Appendix Table I. Variations in excess cash reserves reflected principally the Bank of Canada's response to changes in the pressures in financial markets rather than alterations in the basic policy being followed. Thus on occasion during the year when there were particularly strong upward pressures on interest rates, cash reserves were run at somewhat higher levels than at other times, but these adjustments of the cash management stance were generally designed to moderate the upward movement of rates rather than to stop it.

The Bank of Canada was active in the securities markets throughout the year in connection with cash reserve management and at times for reasons related to market developments. During the year the Bank of Canada provided support to the market by buying bonds, principally short- and medium-term issues. As well as serving to

<sup>(1)</sup> "Free" Canadian liquid assets comprise the banks' holdings of cash, Government of Canada treasury bills and day-to-day loans in excess of minimum reserve requirements, plus Government of Canada bonds and call loans.

(2) Effective date	Bank Rate
1971-October 25	4¼ per cent
1973-April 9	5¼ per cent
May 14	5¼ per cent
June 11	6¼ per cent
August 7	6¼ per cent
September 13	7¼ per cent

stabilize markets, these purchases assisted in the management of the public debt by reducing the amount of maturing issues that would be held outside the Bank at the time of their maturity. By the same token, these purchases increased the Bank's holdings of maturing bonds, and consequently have increased the scale of its participation in new issues.

In mid-year the Bank entered the market on a switch basis, selling near-term and medium-term bonds against purchases of bonds maturing in October and December of 1973. This was done to meet some of the demand that resulted from the reduction in the amount of Government of Canada bonds outstanding following the partial refunding of the July 1 maturity.

In September and again in November new issues offered in connection with the refunding of issues maturing on October 1 and December 1 attracted widespread investor interest and the Bank was able to supply additional bonds to the market both on a switch basis against near-term issues and for cash. In early November, and again in December when there was renewed pressure on short-term interest rates, particularly rates on short-term paper, the Bank entered into a programme of purchasing bankers' acceptances and continued to buy very short-term bonds. As well as cushioning the market against the pressures, these purchases facilitated cash reserve management during the seasonal rise in note circulation.

The monthly record of Bank of Canada transactions in Government of Canada securities during 1973 is shown in Appendix Table II.

During the year the Bank again used swap transactions with the Exchange Fund Account in the management of chartered bank cash reserves. These transactions involve the temporary acquisition by the Bank of Canada of foreign exchange assets under agreements for their resale to the Exchange Fund Account. They can be unwound, for example, in connection with open market purchases of securities or acquisition of new issues of Government of Canada bonds and treasury bills, as opportunities arise. In 1973 the Bank of Canada needed to add substan-

tially to its assets in order to provide for the large increases in the amount of notes in circulation and in the required cash reserves of the chartered banks. The Bank increased its holdings of Government of Canada securities by \$571 million during the year. In the Bank's view, purchases of Government securities on an even larger scale would have been inappropriate in the circumstances and additional assets in the amount of \$370 million were acquired for the time being through swap transactions with the Exchange Fund Account.

### **Debt Management**

The federal Government's net Canadian dollar financing requirements for domestic transactions were just under \$1 billion for the calendar year 1973, an amount much lower than is expected for the fiscal year ending March 31, 1974. Ordinary foreign exchange transactions resulted in a net inflow of Canadian dollars to the Government amounting to \$558 million. Furthermore, the swap transactions undertaken by the Bank of Canada with the Exchange Fund Account increased the Government's cash balances by \$370 million over the year: in the absence of these transactions, cash balances would have declined by \$439 million. The outstanding amount of Government of Canada securities payable in Canadian dollars declined by \$49 million in 1973.

A net total of \$530 million was raised through sales of treasury bills by additions to the weekly auctions. Maturities of \$400 million in special one-year treasury bills were rolled over during the year.

On four occasions the Government of Canada borrowed in the bond market, each time in connection with a maturing issue. The Government did not offer a public issue in connection with the July 1, 1973 maturity of \$350 million. The Bank of Canada, which held \$200 million of that issue, agreed to acquire \$175 million of new bonds directly from the Government; the remaining \$175 million of the maturing bonds were redeemed by the Government for cash. On the other hand, new funds were raised by the Government on December 1 when \$600 million of bonds were

sold against only \$525 million maturing. Details of these and other issues are given in Appendix Table IV.

The new issues sold in 1973 were of short- and medium-term maturity; bonds with extendible options were offered in two loans. The average term to maturity of outstanding unmatured marketable direct and guaranteed bonds shortened by two months over the year to five years, seven months.

The 1973-74 series of Canada Savings Bonds offered investors an average yield of 7.54 per cent over a twelve-year term and again included an interest compounding option. Net sales during the fourth quarter of 1973 were \$243 million and at the end of the year the outstanding amount of Canada Savings Bonds was \$384 million lower than a year earlier.

During the six-month period ending September 30, 1973 holders of 7¼ per cent April 1, 1974 bonds had an option to exchange them into an equal par value of 7½ per cent bonds due April 1, 1984. In total, \$70 million of the bonds were exchanged, leaving \$55 million of the original issue to mature in April 1974.

In June the Government repaid the loan of 250 million Deutsche marks that was negotiated in

1968. This repayment, effected through a reduction in foreign exchange reserves, did not affect the Canadian dollar position of the federal Government.

In February 1973, the Government cancelled \$20 million of 5½ per cent August 1, 1980 bonds which it had previously acquired under provisions of the purchase fund for this issue, leaving \$317 million of the issue outstanding.

## Foreign Exchange Operations

During the various periods of rapid change in world currency relationships in 1973 the exchange rate for the Canadian dollar moved closely with that for the U.S. dollar, with both currencies falling in value in terms of most major currencies overseas in the first half of the year and rising in the second half. Weighted according to Canada's overseas trade, the Canadian dollar declined by over 12 per cent in terms of the currencies of our principal overseas trading partners from the beginning of the year to mid-year and had risen by the same amount by early January 1974.

The movement of the Canadian dollar in terms of the U.S. dollar in 1973 and the first two months of 1974 is shown in the chart on page 34.

## Government of Canada Financing, 1973

	Millions of dollars
<b>Requirements</b>	
Domestic transactions <sup>(1)</sup> .....	948
Ordinary exchange transactions .....	-558
	390
<b>Financing</b>	
Net par value changes in Canadian dollar	
debt outstanding — Treasury bills .....	530
— Marketable bonds .....	-195
— Canada Savings Bonds .....	-384
	- 49
Decrease in Canadian dollar cash balances <sup>(2)</sup> .....	439
	390

(1) Including an advance to the Exchange Fund Account to permit remittance of profits.

(2) Excluding the \$370 million proceeds of an increase in temporary swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account



During this period the Bank of Canada bought and sold U.S. dollars on behalf of the Exchange Fund Account to maintain orderly conditions in the market for the U.S. dollar in Canada. These operations account for the bulk of the monthly changes in the total of Canada's official international reserves shown in the chart below. Significant changes in official reserves also resulted from the drawing down in June of U.S. \$94 million to repay maturing Government of Canada notes issued in 1968 and denominated in Deutsche marks, and from the revaluation in October by U.S. \$185 million of Canada's holdings of gold, SDRs and other gold-based assets. In 1973 official reserves declined by U.S. \$467 million excluding the October revaluation and by U.S. \$282 million including it.

## Exchange Rate and Official Reserves



(1) Includes use of U.S.\$94 million to pay DM denominated notes at maturity

(2) Includes an increase of U.S.\$185 million resulting from the revaluation of gold and gold-based assets

## **APPENDIX**





# APPENDIX TABLE I

## Chartered Bank Cash Reserves — 1973

		Millions of dollars					Excess cash reserve ratio	Number of statutory days
		Requirements			Average holdings of Bank of Canada deposits	Cumulative excess reserves for the period		
		Total cash requirements	Average Bank of Canada notes	Required Bank of Canada deposits				
January	1-15	2,527	737	1,790	1,819	288	0.07	10
	16-31				1,818	326	0.07	12
February	1-15	2,562	814	1,748	1,776	302	0.07	11
	16-28				1,779	278	0.08	9
March	1-15	2,511	709	1,802	1,832	330	0.07	11
	16-31				1,832	331	0.08	11
April	1-15	2,519	702	1,817	1,848	311	0.08	10
	16-30				1,860	434	0.11	10
May	1-15	2,537	710	1,827	1,867	435	0.10	11
	16-31				1,863	388	0.09	11
June	1-15	2,637	765	1,872	1,906	369	0.08	11
	16-30				1,908	355	0.08	10
July	1-15	2,644	765	1,879	1,926	424	0.11	9
	16-31				1,910	370	0.07	12
August	1-15	2,715	787	1,928	1,959	346	0.07	11
	16-31				1,955	335	0.06	12
September	1-15	2,723	796	1,927	1,968	372	0.09	9
	16-30				1,958	317	0.07	10
October	1-15	2,727	804	1,923	1,954	311	0.07	10
	16-31				1,966	518	0.10	12
November	1-15	2,736	817	1,919	1,961	413	0.09	10
	16-30				1,953	367	0.08	11
December	1-15	2,777	812	1,965	2,003	386	0.09	10
	16-31				2,025	539	0.13	9

## APPENDIX TABLE II

### Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities

Delivered basis, par value in millions of dollars

Net purchases from (+) or net sales to (–) investment dealers and banks <sup>(1)</sup>							
Treasury bills	Bonds <sup>(2)</sup> 3 years and under	3-5 years	5-10 years	Over 10 years	Sub-total of bills and bonds	Securities under PRA	
January .....	+ 71	+ 61	-	-	-	+133	+ 60
February .....	+ 27	+ 24	-	+24	-	+ 75	+ 64
March .....	- 5	+105	-	-	-	+100	-124
April .....	+ 41	+ 10	-	-	-	+ 51	+ 71
May .....	- 52	+ 14	-	-	-	- 38	- 29
June .....	-	+ 12	- 12	-	-	-	- 42
July .....	- 36	+ 36	+ 11	- 3	+10	+ 18	+ 40
August .....	+ 20	+ 23	-	-	-	+ 43	- 40
September .....	+ 37	+ 49	- 3	- 2	-	+ 80	-
October .....	+ 25	+ 85	-129	- 5	-	- 24	+ 10
November .....	-	+ 25	-	-	-	+ 25	- 10
December .....	-	+100	-	-58	-	+ 42	+ 7
Total .....	<u>+129</u>	<u>+542</u>	<u>-133</u>	<u>-43</u>	<u>+10</u>	<u>+504</u>	<u>+ 7</u>

(1) Advances by the Bank of Canada to the chartered banks were outstanding on 53 business days. Purchase and resale agreements with money market dealers were outstanding on 126 business days. Over the year as a whole, the average daily amount of advances outstanding was \$5.2 million. The average daily amount of securities held by the Bank of Canada under PRA was \$23.7 million.

(2) Classified by years to maturity at time of transactions.

Net transactions with Government and other client accounts

Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (-)				Net change in holdings of Government Canada securities		
		Securities Investment Account		Other Government and client accounts				
Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bills	Bonds	Total
+ 78	-	-	-	- 93	- 1	+ 95	+ 82	+177
- 5	- 1	-	-	+ 4	-31	+ 40	+ 66	+106
+ 38	-	-	-	- 24	- 6	- 43	+ 27	- 16
+ 76	+ 57	-	-	- 3	- 3	+131	+118	+249
+ 53	-	-	-	- 70	- 1	- 70	- 15	- 85
+ 74	-	-	-	- 35	-10	+ 23	- 36	- 13
+ 68	- 25	-	-	- 37	-15	+ 5	+ 45	+ 50
+ 43	-	-	-	- 49	-	+ 3	- 8	- 5
+ 6	-	-	-	- 68	+ 1	- 25	+ 44	+ 20
- 15	+ 65	-	-	- 12	-12	- 1	+ 12	+ 11
+ 38	-	-	-	- 62	-	- 25	+ 16	- 9
+ 10	+ 30	-	-	+ 10	-12	+ 21	+ 66	+ 87
<u>+463</u>	<u>+127</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-440</u>	<u>-90</u>	<u>+153</u>	<u>+418</u>	<u>+571</u>



## APPENDIX TABLE III

### Bank of Canada Assets and Liabilities — 1973

	Monthly changes, millions of dollars				Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities		
	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Investment in IDB	All other assets (net)		Chartered banks	Government of Canada	Other
January	+177	-146	+ 13	-126	-307	+118	+110	- 4
February	+104	- 49	+ 7	- 94	+ 15	- 27	- 17	- 2
March	- 14	- 88	+ 4	+ 44	+ 15	+ 33	-112	+ 9
April	+247	- 20	+ 19	- 42	+122	+ 47	+ 41	- 7
May	- 87	+110	+ 4	+ 68	+119	- 11	- 5	- 7
June	- 13	+107	+ 6	+ 51	+140	+ 37	- 29	+ 4
July	+ 49	+147	+ 13	+ 48	+124	+ 53	+ 84	- 4
August	- 4	- 75	+ 9	- 25	- 3	- 11	- 90	+ 8
September	+ 20	-120	+ 7	+ 99	- 7	+ 9	+ 10	- 6
October	+ 13	+184	+ 22	-120	+ 96	+ 9	- 5	-
November	- 13	+ 14	+ 15	+ 25	+ 2	- 1	+ 44	- 5
December	+ 90	+309	+ 15	+ 30	+428	+ 55	- 50	+13
Total	<u>+569</u>	<u>+373</u>	<u>+135</u>	<u>- 42</u>	<u>+745</u>	<u>+309</u>	<u>- 20</u>	<u>+ 2</u>

APPENDIX TABLE IV

Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities\*: New Issues and Retirements

Date in 1973	Issues offered	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars — direct					
Feb. 1					20 <sup>(1)</sup>
Feb. 1	6½% June 1, 1979 <sup>(2)</sup>	6 yrs. 4 mos.	6.45	260	260
Feb. 9	Treasury bills	364 days	4.77	125	125
Apr. 1	5½% Dec. 1, 1974 <sup>(3)</sup>	1 yr. 8 mos.	5.78	225	
	6½% Apr. 1, 1977 <sup>(4)</sup>	4 yrs.	6.68	225	
				450	475
May 11	Treasury bills	364 days	5.98	125	125
July 1	7¼% July 1, 1975 <sup>(5)</sup>	2 yrs.	7.25	175	350
Oct. 1	7¾% Oct. 1, 1978 <sup>(6)</sup>	5 yrs.	7.75	425	475
Nov. 23	Treasury bills	364 days	6.52	150	150
Dec. 1	7% Dec. 1, 1976	3 yrs.	7.00	125	
	7½% Dec. 1, 1980 <sup>(7)</sup>	7 yrs.	7.50	475	
				600	525
	Total bonds			1,910	2,105
	Total treasury bills*			400	400
Issues payable in Canadian dollars — guaranteed					
Dec. 31					6 <sup>(8)</sup>
Issues payable in foreign currencies					
Apr. 15					1 <sup>(9)</sup>
June 1					91 <sup>(10)</sup>
Oct. 15					1 <sup>(9)</sup>

\* Excludes three-month and six-month treasury bills.

(1) Cancellation of 5½% August 1, 1980 bonds held by the Purchase Fund.

(2) In addition to \$325 million 6½% June 1, 1979 already outstanding.

(3) In addition to \$175 million 5½% December 1, 1974 already outstanding.

(4) In addition to \$225 million 6½% April 1, 1977 already outstanding.

(5) In addition to \$260 million 7¼% July 1, 1975 already outstanding.

(6) Exchangeable at option of holder from October 1, 1977 to March 31, 1978 into an equal par value of 7-year 2½-month 8% bonds dated October 1, 1978 and due December 15, 1985 giving a combined average yield of 7.87% for the full 12-year 2½-month period commencing October 1, 1973.

(7) Exchangeable at option of holder from December 1, 1979 to May 31, 1980 into an equal par value of 7-year 8% bonds dated December 1, 1980 and due December 1, 1987 giving a combined average yield of 7.68% for the full 14-year period commencing December 1, 1973.

(8) Cancellation by purchase funds of the following Canadian National Railway bonds: \$1.3 million of 5% May 15, 1977; \$1.9 million of 5¾% January 1, 1985; \$2.8 million of 5% October 1, 1987.

(9) Partial redemption at par of U.S.-pay 5% October 15, 1987 for Sinking Fund.

(10) Maturity of 6¼% Deutsche mark note issued May 24, 1968.

# Withdrawal of Guidelines on Capital Outflows

## **Department of Finance Press Release, dated January 30, 1974**

Finance Minister John N. Turner today announced the withdrawal of all guidelines relating to the export of capital from Canada. These guidelines were part of co-operative arrangements between Canada and the United States whereby Canada received an exemption for new issues from the U.S. Interest Equalization Tax and an exemption from other U.S. controls on capital exports. The United States has now reduced the Interest Equalization Tax to zero and withdrawn its other controls. In view of the termination of the U.S. program, the withdrawal of our guidelines is now appropriate, the Minister said.

The Canadian guidelines being withdrawn are the following:

**March 16, 1966** — The Minister of Finance requested all Canadian investors not to acquire securities, denominated in Canadian or U.S. dollars, issued by U.S. corporations or their non-Canadian subsidiaries and subject to the U.S. Interest Equalization Tax if purchased by U.S. residents. The Minister also announced that the Bank of Canada and the Department of Finance would continue to discourage the issue of securities in Canada by foreign borrowers.

**May 3, 1968** — The Minister asked the chartered banks to observe three guidelines designed primarily to avoid an increase in their net foreign currency asset position with residents of countries other than Canada and the United States from the level at the end of February 1968.

**July 24, 1968** — The Minister asked that a guideline similar in effect to that applied to the banks be accepted by all other financial institutions.

The Minister of Industry, Trade and Commerce is also announcing today the withdrawal of the September 1968 guideline to Canadian non-financial corporations designed to ensure that their investments outside of Canada and the United States would be compatible with Canada's unrestricted access to the United States capital market.

The Minister expressed his appreciation to all Canadian investors for their co-operation in the guideline program.

The Minister noted that he has not withdrawn his request to Canadian borrowers to explore fully the Canadian capital market before floating issues abroad.

## **Department of Industry, Trade and Commerce Press Release, dated January 30, 1974**

The program for guidelines on overseas capital transfers by Canadian incorporated, non-financial companies is being lifted immediately, the Department of Industry, Trade and Commerce announced today. The guidelines were set out on September 19, 1968 by the Minister of Trade and Commerce.

These guidelines consisted of a request by the Minister that companies not make investments in Western Europe involving transfers of capital funds from Canada or the United States unless the transfer resulted in large and early benefit to Canada. Companies were also asked to exercise restraint on such transfers to other developed countries.

The program was introduced to ensure that, as a result of the exemption of Canada from the United States balance of payments measures affecting capital flows, Canada was not used as a "pass-through" by which the purpose of the United States program could be frustrated.

The removal of these guidelines coincides with the announcement yesterday by the United States Government that the balance of payments regulations of that country relating to capital flows are being terminated immediately.

The Department expressed thanks to Canadian corporations for their adherence to the guidelines and for their reporting of information necessary to the program.

Withdrawals of related guidelines for banks and other financial institutions were announced by the Honourable John Turner, Minister of Finance.



BANK OF CANADA

Statement of Income and Expense

Year ended December 31, 1973  
(with comparative figures for 1972)

	1973	1972
	(thousands of dollars)	
<b>INCOME</b>		
Revenue from investments and other income . . . . .	\$404,069	\$330,981
<b>EXPENSE</b>		
Salaries <sup>(1)</sup> . . . . .	\$ 11,442	\$ 10,301
Contributions to pension and insurance funds . . . . .	3,237	2,348
Other staff expenses <sup>(2)</sup> . . . . .	1,022	908
Directors' fees . . . . .	39	27
Auditors' fees and expenses . . . . .	141	124
Taxes – municipal and business . . . . .	1,776	1,767
Bank note costs . . . . .	7,479	8,195
Data processing and computer costs . . . . .	913	702
Maintenance of premises and equipment – net . . . . .	1,309	1,674
Printing of publications . . . . .	365	396
Other printing and stationery . . . . .	369	333
Postage and express . . . . .	323	325
Telecommunications . . . . .	413	340
Travel and staff transfers . . . . .	535	419
Interest on unclaimed balances . . . . .	112	103
Other . . . . .	475	496
	\$ 29,950	\$ 28,458
Depreciation of buildings and equipment . . . . .	1,181	1,450
NET INCOME PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA . . . . .	372,938	301,073
	\$404,069	\$330,981

(1) The number of staff averaged 1,242 in 1972 and 1,304 in 1973.  
(2) Includes overtime pay, medical services and cafeteria expenses.

**BANK OF CANADA****Statement of Assets and Liabilities**

as at December 31, 1973

**ASSETS****1973**                      **1972**  
**(thousands of dollars)**

## Deposits in foreign currencies:

Pounds sterling and U.S.A. dollars .....	\$ 32,066	\$ 53,672
Other currencies .....	434	322

	<u>32,500</u>	<u>53,994</u>
--	---------------	---------------

Cheques drawn on other banks .....	134,106	395,886
------------------------------------	---------	---------

Advances to chartered and savings banks .....		<u>1,900</u>
---	--	--------------

Accrued interest on investments .....	104,062	<u>94,915</u>
---------------------------------------	---------	---------------

## Bills bought in open market, not including

treasury bills, at cost .....	<u>39,185</u>	
-------------------------------	---------------	--

## Investments — at amortized values:

Treasury bills of Canada .....	1,081,053	932,110
--------------------------------	-----------	---------

Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years .....	2,282,253	2,053,310
--	-----------	-----------

Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years .....	2,612,498	2,421,515
--	-----------	-----------

Debentures issued by Industrial Development Bank .....	656,784	527,109
--	---------	---------

Securities issued by the United Kingdom and the United States of America .....	775,988	414,000
---	---------	---------

Other securities .....	<u>2,633</u>	<u>2,633</u>
------------------------	--------------	--------------

	<u>7,411,209</u>	<u>6,350,677</u>
--	------------------	------------------

## Industrial Development Bank:

Total issued share capital, at cost (note) .....	<u>64,000</u>	<u>59,000</u>
--	---------------	---------------

## Bank premises:

Land, buildings and equipment Cost less accumulated depreciation .....	<u>29,509</u>	<u>23,106</u>
---	---------------	---------------

## Net balance of Government of Canada collections

and payments in process of settlement .....	<u>178,521</u>	<u>75,500</u>
---	----------------	---------------

Other assets .....	<u>6,130</u>	<u>1,346</u>
--------------------	--------------	--------------

	<u>\$ 7,999,222</u>	<u>\$ 7,056,324</u>
--	---------------------	---------------------

LIABILITIES	1973	1972
	(thousands of dollars)	
Capital paid up .....	\$ 5,000	\$ 5,000
Rest fund .....	25,000	25,000
Notes in circulation .....	5,551,218	4,806,242
Deposits:		
Government of Canada .....	6,356	26,658
Chartered banks .....	2,006,452	1,697,893
Other .....	54,174	52,280
	2,066,982	1,776,831
Liabilities in foreign currencies:		
Government of Canada .....	25,007	57,760
Other .....	165	226
	25,172	57,986
Bank of Canada cheques outstanding .....	322,140	382,408
Other liabilities .....	3,710	2,857
	<u>\$ 7,999,222</u>	<u>\$ 7,056,324</u>

NOTE: The audited financial statements of the Industrial Development Bank as at September 30, 1973 show an equity of \$92,629,912 at which date the Bank of Canada's investment in the share capital was \$62,000,000.

Governor, G. K. BOUEY

Chief Accountant, A. ROUSSEAU

### Auditors' Report

We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1973 and the statement of income and expense for the year then ended. Our examination included a general review of the accounting procedures and such tests of accounting records and other supporting evidence as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1973 and the results of its operations for the year then ended.

GÉRALD PRÉFONTAINE, C.A.

de la firme Séguin, Ménard, Patenaude, Préfontaine & Cie

Ottawa, Canada, January 24, 1974

A. J. LITTLE, F.C.A.

of the firm Clarkson, Gordon & Co.





## Board of Directors

---

G. K. BOUEY	OTTAWA Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
P. A. ARCHIBALD	ANTIGONISH, N.S.
J. G. BURCHILL	NELSON-MIRAMICHI, N.B.
R. W. CAMPBELL	CALGARY, ALTA.
W. R. JENKINS	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
S. KANEE	WINNIPEG, MAN.
S. G. LAKE	RAMEA, NFLD.
J. G. LANGS	HAMILTON, ONT.
J. L. LEWTAS, Q.C.	TORONTO, ONT. <i>Member of the Executive Committee</i>
D. F. MATHESON	YORKTON, SASK.
J. TASCHEREAU	QUEBEC, QUE. <i>Member of the Executive Committee</i>
A. WALTON	VANCOUVER, B.C.

### EX-OFFICIO

S. S. REISMAN	OTTAWA Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>
---------------	--

## Officers

---

G. K. BOUEY, *Governor*  
R. W. LAWSON, *Senior Deputy Governor*

G. E. FREEMAN, *Adviser*  
D. J. R. HUMPHREYS, *Adviser*  
L. F. MUNDY, *Director of Administrative Operations*

J. A. BUSSIÈRES, *Associate Adviser*

B. J. DRABBLE, *Adviser*  
R. JOHNSTONE, *Adviser*  
G. HAMILTON, *Secretary*

R. F. HIRSCH, *Auditor*  
D. A. THOMPSON, *Deputy Auditor*  
D. G. WARNER, *Assistant Auditor*

A. ROUSSEAU, *Chief Accountant*

### Securities Department

D. G. M. BENNETT, *Chief*

J. M. ANDREWS, *Deputy Chief*  
F. FAURE, *Deputy Chief*  
H. JANSSEN, *Assistant Chief*  
I. D. CLUNIE, *Assistant Chief*

A. W. NOBLE, *Deputy Chief*  
V. O'REGAN, *Securities Adviser*  
J. M. McCORMACK, *Assistant Chief*

#### *Toronto Division*

J. T. BAXTER, *Chief*  
T. NOËL, *Assistant Chief*  
J. KIERSTEAD, *Securities Officer*

#### *Montreal Division*

J. CLÉMENT, *Chief*  
T. G. BOLAND, *Securities Adviser*  
L. PELLAND, *Securities Officer*

D. R. CAMERON — *Vancouver Representative*

### Research Department

J. N. R. WILSON, *Chief*

J. W. CROW, *Deputy Chief*  
A. G. KEITH, *Research Adviser*  
G. B. GLORIEUX, *Assistant Chief*  
A. C. MacKENZIE, *Research Officer*  
J.-G. TURCOTTE, *Research Officer*  
R. PARTRIDGE, *Administrative Officer*

\*D. B. BAIN, *Deputy Chief*  
D. R. STEPHENSON, *Assistant Chief*  
DOROTHY J. POWELL, *Editorial Adviser*  
S. L. HARRIS, *Research Officer*  
T. MAXWELL, *Research Officer*  
KATHRYN E. DAWSON, *Librarian*

\*Seconded for planning of new Head Office

### Department of Banking and Financial Analysis

W. A. MCKAY, *Chief*

†G. G. THIESSEN, *Deputy Chief*  
S. VACHON, *Assistant Chief*  
R. F. S. JARRETT, *Research Officer*  
R. L. FLETT, *Research Officer*  
T. F. BRADY, *Research Officer*

J. E. H. CONDER, *Assistant Chief*  
†J. F. DINGLE, *Research Officer*  
G. W. KING, *Research Officer*  
W. R. WHITE, *Research Officer*

## International Department

ALAIN JUBINVILLE, *Chief*

EDITH M. WHYTE, *Deputy Chief*  
A. C. LAMB, *Assistant Chief*  
D. W. ADOLPH, *Foreign Exchange Officer*  
K. A. WUST, *Foreign Exchange Officer – Montreal*

J. S. ROBERTS, *Assistant Chief*  
A. F. PIPHER, *Foreign Exchange Adviser – Toronto*  
†D. E. SMEE, *Research Officer*

## Department of Personnel Administration

H. A. D. SCOTT, *Chief*  
P. D. SMITH, *Associate Chief*

G. A. LAFRAMBOISE, *Chief,*  
*Manpower Planning & Development Division*  
R. H. OSBORNE, *Chief, Employment & Liaison Services Division*

P. E. CLOUTIER, *Chief, Compensation Services Division*  
A. JOHNSTON, *Chief, Payroll Administration Division*

## Department of Administrative Operations

A. J. BAWDEN, *Chief*

A. J. NORTON, *Deputy Chief*

E. B. HODGE, *Superintendent of Premises*

S. V. SUGGETT, *Special Assistant*

### Currency Division:

H. F. BUTLER, *Chief*  
L. G. ROWE, *Deputy Chief*  
J. H. GAGE, *Accountant*

### Public Debt Division:

R. F. ARCHAMBAULT, *Chief*  
R. F. PRITCHARD, *Deputy Chief*  
M. MORIN, *Assistant Chief*

## Secretary's Department

G. HAMILTON, *Secretary*

C. RENAUD, *Assistant Secretary*  
G. L. FREETH, *Chief, Computer Services Division*  
S. S. CARROLL, *Curator, Numismatic Collection*  
D. WILSON, *Records Manager*

G. B. MAY, *Adviser, Management Systems and Planning*  
A. P. ADAMEK, *Information Systems Adviser*  
J. STEINHAEUER, *Chief, Translation Services*  
L. TESSIER, *Graphics Manager*

G. S. WATTS, *Archivist*

## Agencies

Halifax, E. L. JOHNSON, *Agent*  
Saint John N.B., G. H. SMITH, *Agent*  
Montreal, J. E. R. ROCHEFORT, *Agent*  
R. MARCOTTE, *Assistant Agent*  
Ottawa, T. D. MACKAY, *Agent*  
Toronto, D. D. NORWICH, *Agent*  
Winnipeg, R. E. ROBERTSON, *Agent*  
Regina, J. C. FRASER, *Agent*  
Calgary, H. PROWSE, *Agent*  
Vancouver, J. F. SMITH, *Agent*







## Département des Relations Internationales

ALAIN DUBINVILLE, Chef

J. S. ROBERTS, Chef adjoint  
A. F. PIPHER, Cambiste-conseil (Toronto)  
† D. E. SMEE, Chargé de recherches

EDITH M. WHYTE, Sous-chef  
A. C. LAMB, Chef adjoint  
D. W. ADOLPH, Cambiste  
K. A. WUST, Cambiste (Montréal)

## Direction du Personnel

H. A. D. SCOTT, Chef  
P. D. SMITH, Chef associé

G. A. LAFRAMBOISE, Chef de la Planification et du  
Perfectionnement des effectifs  
R. H. OSBORNE, Chef de la Dotation en personnel et de la Liaison  
P. E. CLOUTIER, Chef de la Rémunération  
A. JOHNSTON, Chef de la Paye

## Département des Opérations Administratives

A. J. BAWDEN, Chef

E. B. HODGE, Chef du Service des immeubles

S. V. SUGGETT, Adjoint spécial  
Section de la Dette Publique:  
R. F. ARCHAMBAULT, Chef  
R. F. PRITCHARD, Sous-chef  
M. MORIN, Chef adjoint

A. J. NORTON, Sous-chef  
Section de la Monnaie:  
H. F. BUTLER, Chef  
L. G. ROWE, Sous-chef  
J. H. GAGE, Comptable

## Secrétariat

G. HAMILTON, Secrétaire

G. B. MAY, Conseiller en systèmes de gestion et en planification  
I. G. L. FREETH, Chef de la Section d'Informatique  
S. S. CARROLL, Conservateur de la collection numismatique  
D. G. WILSON, Gestionnaire des documents  
G. S. WATTS, Archiviste

## Agences

Halifax, E. L. JOHNSON, Agent  
Saint-Jean (N.-B.), G. H. SMITH, Agent  
Montréal, J. E. R. ROCHEFORT, Agent  
R. MARCOTTE, Agent adjoint  
Ottawa, T. D. MACKAY, Agent  
Toronto, D. D. NORWICH, Agent  
Winnipeg, R. E. ROBERTSON, Agent  
Regina, J. C. FRASER, Agent  
Calgary, H. PROWSE, Agent  
Vancouver, J. F. SMITH, Agent

G. E. FREEMAN, *Conseiller*  
 D. J. R. HUMPHREYS, *Conseiller*  
 L. F. MUNDY, *Directeur des Opérations administratives*  
 J. A. BUSSETTES, *Conseiller associé*  
 G. K. BOUEY, *Gouverneur*  
 R. W. LAWSON, *Premier Sous-Gouverneur*

B. J. DRABBLE, *Conseiller*  
 R. JOHNSTONE, *Conseiller*  
 G. HAMILTON, *Secrétaire*

R. F. HIRSCH, *Vérificateur*  
 D. A. THOMPSON, *Sous-vérificateur*  
 D. G. WARNER, *Vérificateur adjoint*  
 A. ROUSSEAU, *Chef de la Comptabilité*

### **Département des Valeurs**

D. G. M. BENNETT, *Chef*

A. W. NOBLE, *Sous-chef*  
 V. O'REGAN, *Conseiller en valeurs*  
 J. M. MCCORMACK, *Chef adjoint*

Bureau de Montréal  
 J. CLEMENT, *Chef*  
 T. G. BOLAND, *Conseiller en valeurs*  
 L. PELLAND, *Préposé aux valeurs*

D. R. CAMERON, *Représentant à Vancouver*

### **Département des Recherches**

J. N. R. WILSON, *Chef*

\*D. B. BAIN, *Sous-chef*  
 D. R. STEPHENSON, *Chef adjoint*  
 DOROTHY J. POWELL, *Conseillère de rédaction*  
 S. L. HARRIS, *Chargé de recherches*  
 T. MAXWELL, *Chargé de recherches*  
 KATHRYN E. DAWSON, *Bibliothécaire*

\*Détaché à la planification des nouveaux immeubles du Siège

### **Département des Etudes Bancaires et Financières**

W. A. MCKAY, *Chef*

J. E. H. CONDER, *Chef adjoint*  
 T. J. F. DINGLE, *Chargé de recherches*  
 G. W. KING, *Chargé de recherches*  
 W. R. WHITE, *Chargé de recherches*

\*G. G. THIESSEN, *Sous-chef*  
 S. VACHON, *Chef adjoint*  
 R. F. S. JARRETT, *Chargé de recherches*  
 R. L. FLETT, *Chargé de recherches*  
 T. F. BRADY, *Chargé de recherches*



G. K. BOUEY  
OTTAWA  
Gouverneur  
Membre du Comité de direction

R. W. LAWSON  
OTTAWA  
Premier Sous-Gouverneur  
Membre du Comité de direction

P. A. ARCHIBALD  
ANTIGONISH (NOUVELLE-ÉCOSSE)

J. G. BURCHILL  
NELSON-MIRAMICHI (NOUVEAU-BRUNSWICK)

R. W. CAMPBELL  
CALGARY (ALBERTA)

W. R. JENKINS  
CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)

S. KANEE  
WINNIPEG (MANITOBA)

S. G. LAKE  
RAMEA (TERRÉ-NEUVE)

J. G. LANGS  
HAMILTON (ONTARIO)

J. L. LEWTAS, C.R.  
TORONTO (ONTARIO)  
Membre du Comité de direction

D. F. MATHESON  
YORKTON (SASKATCHEWAN)

J. TASCHEREAU  
QUÉBEC (QUÉBEC)  
Membre du Comité de direction

A. WALTON  
VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)

## MEMBRE D'OFFICE

S. S. REISMAN  
OTTAWA  
Sous-ministre des Finances  
Membre du Comité de direction



# PASSIF

1973 1972  
(en milliers de dollars)

Capital versé	5,000	\$ 5,000
Fonds de réserve	25,000	25,000
Billets en circulation	5,551,218	4,806,242
Dépôts:		
Gouvernement du Canada	6,356	26,658
Banques à charte	2,006,452	1,697,893
Autres dépôts	54,174	52,280
	2,066,982	1,776,831
Passif en devises étrangères:		
Gouvernement du Canada	25,007	57,760
Autres	165	226
	25,172	57,986
Chèques de la Banque du Canada non compensés	322,140	382,408
Autres éléments de passif	3,710	2,857
	\$ 7,999,222	\$ 7,056,324

Note: Les états financiers vérifiés de la Banque d'Expansion Industrielle au 30 septembre 1973 indiquent un avoir-propre de \$92,629,912, à la même date la mise de fonds en capital-actions de la Banque du Canada était de \$62,000,000.

Le Gouverneur, G. K. BOUEY

Le chef de la comptabilité, A. ROUSSEAU

## Rapport des vérificateurs

Nous avons examiné l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1973, ainsi que l'état des revenus et des dépenses pour l'exercice terminé à cette date. Notre examen a comporté une revue générale des procédés comptables ainsi que les sondages des livres et autres preuves à l'appui que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

A notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1973, ainsi que les résultats de ses opérations pour l'exercice terminé à cette date.

GÉRALD PRÉFONTAINE, C.A.

de la firme Séguin, Ménard, Patenaude, Préfontaine & Cie

A. J. LITTLE, F.C.A.  
of the firm Clarkson, Gordon & Co.

Ottawa, Canada, le 24 janvier 1974.

# BANQUE DU CANADA État de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1973

## ACTIF

	1973	1972
Depôts en devises étrangères:		
Livres sterling et dollars des Etats-Unis d'Amérique	\$ 32,066	\$ 53,672
Autres devises	434	322
Chèques tirés sur autres banques	134,106	53,994
Avances aux banques à charte et banque d'épargne		1,900
Intérêts courus sur placements	104,062	94,915
Effets achetés sur le marché libre, bons du Trésor exceptés, au coût	39,185	
Portefeuille-titres, à la valeur amortie:		
Bons du Trésor du Canada	1,081,053	932,110
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances dans les trois ans	2,282,253	2,053,310
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances à plus de trois ans	2,612,498	2,421,515
Débentures émises par la Banque d'Expansion Industrielle	656,784	527,109
Titres émis par le Royaume-Uni et par les Etats-Unis d'Amérique	775,988	414,000
Autres titres	2,633	2,633
	7,411,209	6,350,677
Banque d'Expansion Industrielle:		
Prix d'achat de tout le capital-actions émis (Note)	64,000	59,000
Immobilitations:		
Terrains, bâtiments et mobilier, au prix coûtant, moins amortissement accumulé	29,509	23,106
Solde des recouvrements et des paiements pour le Gouvernement du Canada, en cours de règlement	178,521	75,500
Autres éléments d'actif	6,130	1,346
	\$ 7,999,222	\$ 7,056,324

(en milliers de dollars)



# **ÉTAT DES REVENUS ET DES DÉPENSES**

**Exercice clos le 31 décembre 1973**  
**(avec chiffres comparatifs pour 1972)**

1973	1972	(en milliers de dollars)
1973	1972	

## **REVENUS**

Revenus du portefeuille-titres et autres revenus

## **DÉPENSES**

Traitements<sup>(1)</sup>

Contributions aux régimes de retraite et

d'assurance du personnel

Autres frais de personnel<sup>(2)</sup>

Honoraires des administrateurs

Honoraires et frais des vérificateurs

Impôts municipaux et taxes d'affaires

Coûts des billets de banques

Informatique

Entretien des immeubles et de l'équipement (montant net)

Impression des publications

Autres travaux d'impression et fournitures de bureau

Postes et messageries

Télécommunications

Déplacements et mutations

Intérêts sur soldes non réclamés

Divers

Amortissement des bâtiments et de l'équipement

REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU

RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA

(1) Nombre moyen d'employés: 1,242 en 1972 et 1,304 en 1973.  
 (2) Y compris les frais d'heures supplémentaires, de services médicaux et de cafétérias.

## Communiqué publié par le ministère des Finances le 30 janvier 1974

Le ministre des Finances, M. John N. Turner, a annoncé aujourd'hui la suppression de toutes les lignes directrices relatives à la sortie de capitaux du Canada. Ces dispositions avaient été établies dans le cadre d'accords entre les États-Unis et le Canada, en vertu desquels ce dernier était exempté, dans le cas des nouvelles émissions, de l'impôt de peréquation des intérêts, ainsi que des autres mesures de contrôle imposées par les autorités américaines aux exportations de capitaux. Les États-Unis ont maintenant ramené à zéro leur impôt de peréquation des intérêts et aboli leurs autres dispositions de contrôle. Vu que le programme américain touche à sa fin, nos lignes directrices n'ont maintenant plus lieu d'être, a déclaré le Ministre.

Les lignes directrices canadiennes abrogées par cette décision sont les suivantes:

**16 mars 1966** — Le ministre des Finances invite tous les investisseurs canadiens à ne pas acquérir de titres, libellés en dollars canadiens ou américains, émis par des sociétés américaines ou leurs filiales non canadiennes et soumis à l'impôt américain de peréquation des intérêts lorsqu'ils sont achetés par des résidents des États-Unis. Le Ministre annonce également que la Banque du Canada et le ministère des Finances continueront à dissuader les emprunteurs étrangers de recourir au marché canadien des valeurs mobilières.

**3 mai 1968** — Le Ministre prie les banques à charte d'observer trois lignes directrices conçues d'abord pour éviter l'augmentation de leurs créances nettes en devises étrangères sur les résidents de pays autres que le Canada et les États-Unis, par rapport au niveau de fin février 1968.

**24 juillet 1968** — Le Ministre demande à toutes les institutions financières non bancaires de se soumettre à la même ligne directrice que les banques.

Le ministre de l'Industrie et du Commerce a également annoncé aujourd'hui la suppression de la ligne directrice imposée en septembre 1968 aux sociétés non financières canadiennes, afin que leurs investissements, hors du Canada et des États-Unis, soient en harmonie avec l'accès libre des emprunteurs canadiens au marché américain des capitaux. Le Ministre a remercié tous les investisseurs canadiens de leur collaboration dans la mise en œuvre du programme des lignes directrices.

Il a cependant souligné que sa demande, priant les emprunteurs canadiens d'exploiter à fond les possibilités du marché national des capitaux avant d'envisager de placer des émissions à l'étranger, reste toujours valable.

## Communiqué publié par le ministère de l'Industrie et du Commerce le 30 janvier 1974

Le ministère de l'Industrie et du Commerce a fait savoir aujourd'hui que les directives sur les transferts à l'étranger des capitaux de sociétés canadiennes constituées et non financières sont abrogées à compter d'aujourd'hui. Ces directives avaient été présentées par le ministre de l'Industrie et du Commerce le 19 septembre 1968.

Le Ministre, par ces directives, demandait aux sociétés de ne pas investir en Europe de l'Ouest en transférant des fonds du Canada ou des États-Unis à moins que le transfert n'entraîne un profit important et rapide pour le Canada. Il leur demandait aussi de restreindre ce genre de transfert dans les autres pays développés.

Ce programme avait été lancé afin d'éviter que le Canada, exempté des mesures de la balance des paiements américaine sur la circulation des capitaux, nuise au programme américain en servant d'intermédiaire.

Le retrait de ces directives coïncide avec l'annonce du gouvernement américain d'abroger immédiatement les règlements sur la circulation des capitaux.

Le ministère remercie les sociétés canadiennes d'avoir suivi ces directives et d'avoir fourni les renseignements nécessaires à ce programme.

D'autre part, l'honorable John Turner, ministre des Finances a annoncé le retrait des directives données aux banques et autres institutions financières.

# Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien\*: émissions et amortissements

Date en 1973	Désignations des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	Amortissements
--------------	---------------------------	----------	------------------------	---	----------------

Titres émis par le gouvernement canadien, libellés en dollars canadiens

1 <sup>er</sup> févr.	6 1/2% 1 <sup>er</sup> juin 1979 <sup>(2)</sup>	6 ans et 4 mois	6.45	260	260
9 févr.	Bons du Trésor	364 jours	4.77	125	125
1 <sup>er</sup> avril	5 1/2% 1 <sup>er</sup> déc. 1974 <sup>(3)</sup>	1 an et 8 mois	5.78	225	225
	6 1/2% 1 <sup>er</sup> avril 1977 <sup>(4)</sup>	4 ans	6.68	225	450
11 mai	Bons du Trésor	364 jours	5.98	125	125
1 <sup>er</sup> juill.	7 1/4% 1 <sup>er</sup> juillet 1975 <sup>(5)</sup>	2 ans	7.25	175	350
1 <sup>er</sup> oct.	7 3/4% 1 <sup>er</sup> oct. 1978 <sup>(6)</sup>	5 ans	7.75	425	475
23 nov.	Bons du Trésor	364 jours	6.52	150	150
1 <sup>er</sup> déc.	7% 1 <sup>er</sup> déc. 1976	3 ans	7.00	125	475
	7 1/2% 1 <sup>er</sup> déc. 1980 <sup>(7)</sup>	7 ans	7.50	600	525
	Ensemble des obligations		1,910	2,105	400

Ensemble des bons du Trésor\*

Titres garantis par le gouvernement canadien, libellés en dollars canadiens

31 déc.

Titres libellés en monnaies étrangères

15 avril  
1<sup>er</sup> juin  
15 oct.

1 (9)

91 (10)

1 (9)

6 (8)

\* A l'exclusion des bons du Trésor à trois ou à six mois.  
(1) Annulation d'obligations 5 1/2% 1<sup>er</sup> août 1980 détenues par le fonds de rachat.  
(2) En plus des 325 millions de dollars d'obligations 6 1/2% 1<sup>er</sup> juin 1979 déjà en circulation.  
(3) En plus des 225 millions de dollars d'obligations 5 1/2% 1<sup>er</sup> avril 1977 déjà en circulation.  
(4) En plus des 260 millions de dollars d'obligations 7 1/4% 1<sup>er</sup> juillet 1975 déjà en circulation.  
(5) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, du 1<sup>er</sup> octobre au 31 mars 1978, en obligation.  
(6) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, du 1<sup>er</sup> juillet 1975 déjà en circulation.  
(7) Exercice de ce droit porte à 7.87% le taux de rendement moyen sur la période de 12 ans et 2 1/2 mois alliant du 1<sup>er</sup> octobre 1973 au 15 décembre 1985.  
(8) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, du 1<sup>er</sup> décembre 1979 au 31 mai 1980 en obligation à 7 ans 8%, jouissance 1<sup>er</sup> décembre 1973 au 1<sup>er</sup> décembre 1987.  
(9) Annulation des obligations du Canadian National détenues par le fonds de rachat : 1.3 million de dollars de 5%, 15 mai 1977, 1.9 million de dollars de 5 3/4% 1<sup>er</sup> janvier 1985, 2.8 millions de dollars de 5% 1<sup>er</sup> octobre 1987.  
(10) Rachat partiel, au pair, par le fonds d'amortissement, d'obligations 5% 15 octobre 1987 libellées en dollars E.-U.

Remboursement à l'échéance d'un billet émis en Deutsche mark le 24 mai 1968 et portant intérêt à 6 3/4%.

Évolution du bilan de la Banque du Canada — 1973

Variations mensuelles, en millions de dollars

Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Titres de la B.E.L.	Autres postes de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens Banques à charte Gouvernement canadien Autres								
Janvier	+177	-146	+13	-126	-307	+118	+110	-17	-112	+41	-7	-7	-4
Février	+104	-49	+7	-94	+15	-27	+110	-17	-112	+41	-7	-7	-4
Mars	-14	-88	+4	+44	+15	+33	+110	-17	-112	+41	-7	-7	-4
Avril	+247	-20	+19	-42	+122	+47	+110	-17	-112	+41	-7	-7	-4
Mai	-87	+110	+4	+68	+119	-11	+110	-17	-112	+41	-7	-7	-4
Juin	-13	+107	+6	+51	+140	+37	+110	-17	-112	+41	-7	-7	-4
Juillet	+49	+147	+13	+48	+124	+53	+110	-17	-112	+41	-7	-7	-4
Août	-4	-75	+9	-25	-3	-11	+110	-17	-112	+41	-7	-7	-4
Septembre	+20	-120	+7	+99	-7	+9	+110	-17	-112	+41	-7	-7	-4
Octobre	+13	+184	+22	-120	+96	+9	+110	-17	-112	+41	-7	-7	-4
Novembre	-13	+14	+15	+25	+2	-1	+110	-17	-112	+41	-7	-7	-4
Décembre	+90	+309	+15	+30	+428	+55	+110	-17	-112	+41	-7	-7	-4
Total	+569	+373	+135	-42	+745	+309	+110	-17	-112	+41	-7	-7	-4



Opérations nettes* avec le gouvernement et avec les autres clients									
Souscriptions aux émissions moins amortissements à l'échéance	Caisse de placement du gouvernement canadien	Autres comptes du gouvernement canadien et autres clients	Variations nettes du portefeuille de la Banque en titres du gouvernement canadien	Bons		Obligations		Bons	
				Obligations	Bons	Obligations	Bons	Obligations	Bons
+ 78	-	-	+ 82	+ 95	- 1	- 31	+ 40	+ 66	+ 177
- 5	- 1	-	+ 27	- 43	- 6	- 31	+ 40	+ 66	+ 106
+ 38	-	-	+ 27	- 43	- 6	- 24	- 43	+ 27	- 16
+ 76	+ 57	-	+ 118	+ 131	- 3	- 3	+ 131	+ 118	+ 249
+ 53	-	-	- 15	- 70	- 1	- 1	- 70	- 15	- 85
+ 74	-	-	- 36	+ 23	- 10	- 10	+ 23	- 36	- 13
+ 68	- 25	-	+ 45	+ 5	- 15	- 37	+ 5	+ 45	+ 50
+ 43	-	-	- 8	+ 3	-	- 49	+ 3	- 8	- 5
+ 6	-	-	+ 44	- 25	+ 1	- 68	- 25	+ 44	+ 20
- 15	+ 65	-	+ 12	- 1	- 12	- 12	- 1	+ 12	+ 11
+ 38	-	-	+ 16	- 25	-	- 62	- 25	+ 16	- 9
+ 10	+ 30	-	+ 66	+ 21	- 12	+ 10	+ 21	+ 66	+ 87
+ 463	+ 127	-	+ 418	+ 153	- 90	- 440	+ 153	+ 418	+ 571

## Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes\* avec les négociants en valeurs mobilières et avec les banques<sup>(1)</sup>

Bons du Trésor	Obligations <sup>(2)</sup>				Titres
	3 ans ou moins	5 à 10 ans	10 ans	Plus de 10 ans	
					Total
					bons et obligations
					pris en pension

Janvier	+ 71	+ 61	-	-	-	+ 133	+ 60
Février	+ 27	+ 24	-	+ 24	-	+ 75	+ 64
Mars	- 5	+ 105	-	-	-	+ 100	- 124
Avril	+ 41	+ 10	-	-	-	+ 51	+ 71
Mai	- 52	+ 14	-	-	-	- 38	- 29
Juin	-	+ 12	- 12	-	-	-	- 42
Juillet	- 36	+ 36	+ 11	- 3	+ 10	+ 18	+ 40
Août	+ 20	+ 23	-	-	-	+ 43	- 40
Septembre	+ 37	+ 49	- 3	- 2	-	+ 80	-
Octobre	+ 25	+ 85	- 129	- 5	-	- 24	+ 10
Novembre	-	+ 25	-	-	-	+ 25	- 10
Décembre	-	+ 100	-	- 58	-	+ 42	+ 7
Total	+ 129	+ 542	- 133	- 43	+ 10	+ 504	+ 7

\* Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe (-) le contraire.

(1) Les avances de la Banque du Canada aux banques à charte ont porté sur 53 jours ouvrables, les pensions avec les agents agréés du marché monétaire sur 126 jours ouvrables. Pour l'ensemble de l'année, l'encours moyen par jour des avances a été de 5,2 millions de dollars. Le montant des effets pris en pension a été en moyenne de 23,7 millions de dollars par jour.

(2) Ventilation d'après le nombre d'années à court, à compter de la date de l'opération.

## Réserve-encaisse des banques à charte en 1973

En millions de dollars															
Nombre de jours	Excédent en % des réserves- encaisse	Montant cunulé des excédents journaliers	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Dépôts à la Banque du Canada	Billets de la Banque du Canada	Total	(valeur moyenne)								
							du Canada	du Canada	du Canada	du Canada	du Canada	du Canada	du Canada	du Canada	du Canada
10	0.07	288	1,819	1,790	737	2,527	1-15	Janvier	16-31	737	1,790	1,818	326	0.07	12
11	0.07	302	1,776	1,748	814	2,562	1-15	Février	1-15	814	1,748	1,776	302	0.07	11
9	0.08	278	1,779	1,748			16-28								
11	0.07	330	1,832	1,802	709	2,511	1-15	Mars	1-15	709	1,802	1,832	330	0.07	11
11	0.08	331	1,832	1,802			16-31								
10	0.08	311	1,848	1,817	702	2,519	1-15	Avril	1-15	702	1,817	1,848	311	0.08	10
10	0.11	434	1,860	1,817			16-30								
11	0.10	435	1,867	1,827	710	2,537	1-15	Mai	1-15	710	1,827	1,867	435	0.10	11
11	0.09	388	1,863	1,827			16-31								
11	0.08	369	1,906	1,872	765	2,637	1-15	Juin	1-15	765	1,872	1,906	369	0.08	11
10	0.08	355	1,908	1,872			16-30								
9	0.11	424	1,926	1,879	765	2,644	1-15	Juillet	1-15	765	1,879	1,926	424	0.11	9
12	0.07	370	1,910	1,928			16-31								
11	0.07	346	1,959	1,928	787	2,715	1-15	Août	1-15	787	1,928	1,959	346	0.07	11
12	0.06	335	1,955	1,928			16-31								
9	0.09	372	1,968	1,927	796	2,723	1-15	Septembre	1-15	796	1,927	1,968	372	0.09	9
10	0.07	317	1,958	1,927			16-30								
10	0.07	311	1,954	1,923	804	2,727	1-15	Octobre	1-15	804	1,923	1,954	311	0.07	10
12	0.10	518	1,966	1,923			16-31								
10	0.09	413	1,961	1,919	817	2,736	1-15	Novembre	1-15	817	1,919	1,961	413	0.09	10
11	0.08	367	1,953	1,919			16-30								
10	0.09	386	2,003	1,965	812	2,777	1-15	Décembre	1-15	812	1,965	2,003	386	0.09	10
9	0.13	539	2,025	1,965			16-31								

## Les opérations en devises étrangères

Au cours des diverses périodes de variation rapide des parités monétaires enregistrées en 1973, le cours du dollar canadien suivit de près celui du dollar américain, les deux monnaies se dévalorisant par rapport à la plupart des devises importantes d'outre-mer pendant le premier semestre de l'année, pour se redresser au second. Pondéré selon l'importance relative des échanges commerciaux du Canada avec les pays d'outre-mer, le dollar canadien a enregistré une baisse de plus de 12% par rapport aux monnaies de ces derniers du début au milieu de l'année, mais avait récupéré le terrain perdu vers le commencement de janvier 1974.

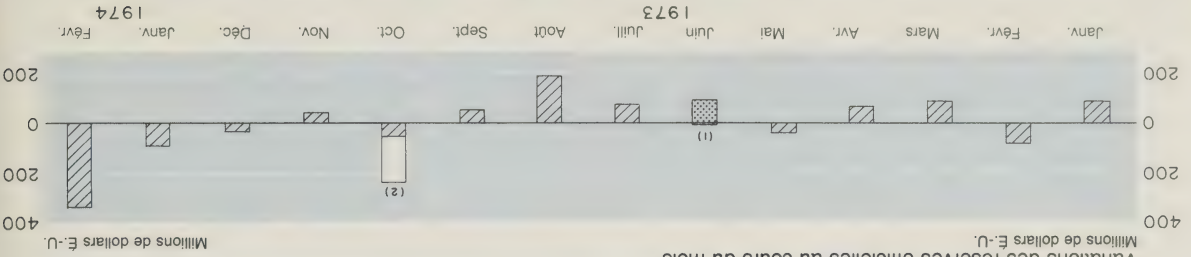
L'évolution du dollar canadien par rapport au dollar E.-U. en 1973 et au cours des deux premiers mois de 1974 est retracée au graphique ci-dessous.

Pendant cette période, la Banque du Canada a acheté et vendu des dollars américains pour le

## Cours du change et réserves officielles



## Variations des réserves officielles au cours du mois



(1) Comprend un montant de 94 millions de dollars E.-U. employé à rembourser des billets libellés en DM arrivés à échéance  
(2) Comprend une plus-value de 185 millions de dollars E.-U. résultant de la réévaluation de l'or et des avoirs rattachés à ce métal

compte du Fonds des changes afin d'assurer un fonctionnement ordonné au marché de la devise américaine au Canada. Ces opérations expliquent en grande partie les fluctuations mensuelles accusées par les réserves officielles de liquidités internationales du Canada, dont on trouvera une illustration au graphique ci-dessous. D'autres modifications importantes des réserves officielles résultent d'une part, de l'affectation en juin de 94 millions de dollars américains au remboursement des billets émis en DM en 1968 par le gouvernement canadien et arrivés à échéance et, d'autre part, de la réévaluation en octobre des réserves d'or, d'avoirs rattachés à ce métal et de D.T.S., laquelle a entraîné une plus-value de 185 millions de dollars américains. En 1973, les réserves officielles ont enregistré une baisse de 467 millions de dollars E.-U. si on tient compte de la réévaluation d'octobre, de 282 millions de dollars E.-U. si on la néglige.



(1) Y compris une avance consentie au Fonds des changes pour lui permettre de virer le montant de ses bénéfices.  
(2) Non compris les 370 millions de dollars provenant d'un accroissement des opérations swaps de courte durée conclues entre la Banque du Canada et le Fonds des changes.

Financement du gouvernement canadien en 1973		Millions de dollars
<b>Besoins</b>		
Opérations internes <sup>(1)</sup>	.....	948
Opérations ordinaires de change	.....	-558
		390
<b>Financement</b>		
Variation nette de la valeur nominale des titres libellés en dollars canadiens en circulation		
— bons du Trésor	.....	530
— obligations négociables	.....	-195
— Obligations d'épargne du Canada	.....	-384
		-49
		439
Diminution des dépôts en dollars canadiens <sup>(2)</sup>	.....	390

Le 1er juillet 1973, La Banque du Canada, qui détenait 200 millions de dollars de titres de cette émission, consentit à acquérir directement du gouvernement un montant de 175 millions en nouvelles obligations, ce dernier remboursant en espèces le solde de 175 millions de dollars d'obligations échues. Toutefois, le gouvernement se procura de l'argent frais le 1er décembre, par la voie d'un emprunt obligataire de 600 millions de dollars émis en remplacement d'une échéance de 525 millions. On trouvera au Tableau IV de l'Annexe de plus amples renseignements sur les emprunts émis par l'Etat en 1973.

Au cours de cette année, le gouvernement a émis des emprunts à court et à moyen terme, dont deux comportaient une échéance prorogable. L'échéance moyenne des obligations négociables émises ou garanties par le gouvernement et restant en circulation s'est réduite de deux mois au cours de l'année, passant ainsi à cinq ans et sept mois.

Les Obligations d'épargne du Canada de la série 1973-1974 offrent un taux de rendement moyen de 7,54% sur une période de douze ans et sont de nouveau assorties d'une clause de capitalisation facultative des intérêts. Les ventes

Pendant la période de six mois se terminant le 30 septembre 1973, les détenteurs d'obligations 7 1/4%, 1er avril 1974 pouvaient les convertir au pair contre des obligations 7 1/2%, échéance 1er avril 1984. Des obligations pour un total de 70 millions de dollars ont ainsi été échangées; il reste donc 55 millions de dollars de l'émission originale, qui arriveront à échéance en avril 1974.

En juin, le gouvernement remboursa l'emprunt de 250 millions de Deutsche marks négocié en 1968. Ce remboursement, effectué par prélèvement sur les réserves de change, n'a eu aucune influence sur la position en dollars canadiens du gouvernement.

En février 1973, le gouvernement a procédé à l'annulation de 20 millions de dollars d'obligations 5 1/2%, 1er août 1980 qu'il avait acquises antérieurement en vertu des dispositions du fonds de rachat de cette émission; il reste 317 millions de dollars de titres de cet emprunt en circulation.

Au cours de l'année, la Banque a de nouveau effectué des opérations de swap avec le Fonds des changes dans le cadre de la gestion des réserves-encaisse des banques à charte. Ces opérations consistent en des achats de devises, que la Banque s'engage à revendre au Fonds après un certain temps. Selon les circonstances, en titres du gouvernement canadien.

Le Tableau II de l'Annexe retrace les variations mensuelles en 1973 du portefeuille de la Banque fiduciaire.

de l'augmentation saisonnière de la circulation politique de gestion des réserves-encaisse lors sions sur le marché, ces placements ont facilité la court terme et continua d'acquiescer des obligations d'achat de nouvelles pressions, la Banque étant l'objet de court terme — surtout celui du papier — l'argent à court terme en décembre, le loyer de puis de nouveau en décembre. Début novembre, échéance plus rapprochée. Début novembre, de ces ventes à l'achat de fonds d'Etat à sur le marché, affectant partiellement le produit Banque put de nouveau placer des obligations décembre suscité beaucoup d'intérêt et la d'emprunts échéant le 1er octobre et le 1er de titres offertes à l'occasion du remboursement En septembre et en novembre, des émissions l'emprunt échu le 1er juillet.

obligataire en ne refinançant qu'une partie de le gouvernement avait réduit l'encours de sa dette mesure la demande de titres résultant du fait que avaient pour but de satisfaire dans une certaine tobre et en décembre 1973. Ces transactions à moyen terme contre d'autres échéant en oc- d'échanger des titres à échéance rapprochée et Vers le milieu de l'année, la Banque entreprit émissions du gouvernement canadien.

augmenter le volume de ses souscriptions aux obligations arrivant à échéance et, partant, fait gonflé les avoirs de la Banque du Canada en du Canada. Du même coup, ces achats ont des portefeuilles autres que ceux de la Banque des émissions arrivant à échéance détenu dans dette publique du fait qu'ils réduisaient le montant n'en ont pas moins contribué à la gestion de la Ces achats, destinés à stabiliser les marchés,

### La gestion de la dette publique

Le gouvernement fédéral a fait appel à quatre reprises au marché obligataire, chaque fois à l'occasion de l'échéance d'un emprunt. Il n'a pas lancé d'émission publique lorsque 350 millions de dollars d'obligations sont arrivés à échéance

refinancé au cours de l'année. Le gouvernement fédéral a fait appel à quatre reprises au marché obligataire, chaque fois à l'occasion de l'échéance d'un emprunt. Il n'a pas lancé d'émission publique lorsque 350 millions de dollars d'obligations sont arrivés à échéance

Le gouvernement a emprunté en 1973 un montant net de 530 millions de dollars par la voie d'adjudications hebdomadaires de bons du Trésor portant sur des quantités supérieures aux montants échus. Un volume de 400 millions de dollars en bons du Trésor spéciaux à un an a été refinancé au cours de l'année. Le gouvernement fédéral a fait appel à quatre reprises au marché obligataire, chaque fois à l'occasion de l'échéance d'un emprunt. Il n'a pas lancé d'émission publique lorsque 350 millions de dollars d'obligations sont arrivés à échéance

elles peuvent par exemple être dénouées à l'occasion d'achats d'open-market ou de souscriptions à des émissions d'obligations et de bons du Trésor du gouvernement canadien. En 1973, la Banque du Canada a dû renforcer considérablement ses avoirs pour faire face à la vive progression de la circulation fiduciaire et des réserves-encaisse obligatoires des banques à charte. Elle a accru de 571 millions de dollars ses avoirs en titres du gouvernement canadien. La Banque a estimé inopportun, vu les circonstances, de procéder à des achats encore plus considérables de fonds d'Etat et s'est donc provisoirement procuré 370 millions de dollars d'avoirs supplémentaires par le biais d'opérations swaps conclues avec le Fonds des changes.

sement de l'expansion du système bancaire résultant de la pression exercée sur les réserves-encaisse provoqua dès le début de 1973 un mouvement à la hausse des taux d'intérêt. La Banque du Canada releva au cours de l'année par cinq fois son taux d'escompte, fixé depuis le 13 septembre à 7¼%<sup>(2)</sup>.

Les mouvements des réserves-encaisse des banques à charte en 1973 sont retracés au Tableau I de l'Annexe. Les variations de l'excédent des réserves-encaisse traduisent bien plus les réactions de la Banque du Canada aux fluctuations des pressions observées sur les marchés financiers que des remanègements de la politique suivie. Ainsi à certains moments de l'année où les taux d'intérêt faisaient l'objet de pressions à la hausse particulièrement fortes, les réserves-encaisse ont été légèrement relevées, mais ces ajustements à la politique des réserves-encaisse avaient en général pour but de modérer le renchérissement du loyer de l'argent plutôt que de le juguler.

La Banque du Canada a joué un rôle actif sur les marchés de titres toute l'année durant, soit dans le cadre de sa politique de gestion des réserves-encaisse soit, à l'occasion, en raison de développements survenus sur les marchés. Au cours de l'année, la Banque du Canada a soutenu le marché en acquérant des obligations, principalement des titres à court et à moyen terme.

(2) Date d'entrée en vigueur	Taux d'escompte
25 octobre 1971	4¼%
9 avril 1973	5¼%
14 mai 1973	5½%
11 juin 1973	6¼%
7 août 1973	6¾%
13 septembre 1973	7¼%

Le lecteur trouvera ci-après un exposé des opérations que la Banque du Canada a effectuées en 1973 dans le cadre de la politique monétaire, ainsi que des transactions qu'elle a exécutées en sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, d'une part dans le domaine de la dette publique, d'autre part en rapport avec les activités du Fonds des changes.

## La politique monétaire

Au cours de l'année 1973, la politique de la Banque du Canada en matière de réserves-encaisse a eu pour effet d'empêcher que l'ensemble des avoirs des banques à charte ne progresse à un rythme aussi rapide que l'ensemble de leurs prêts hypothécaires et au-

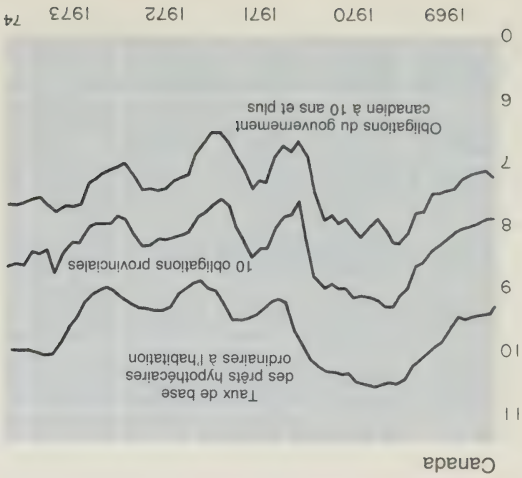
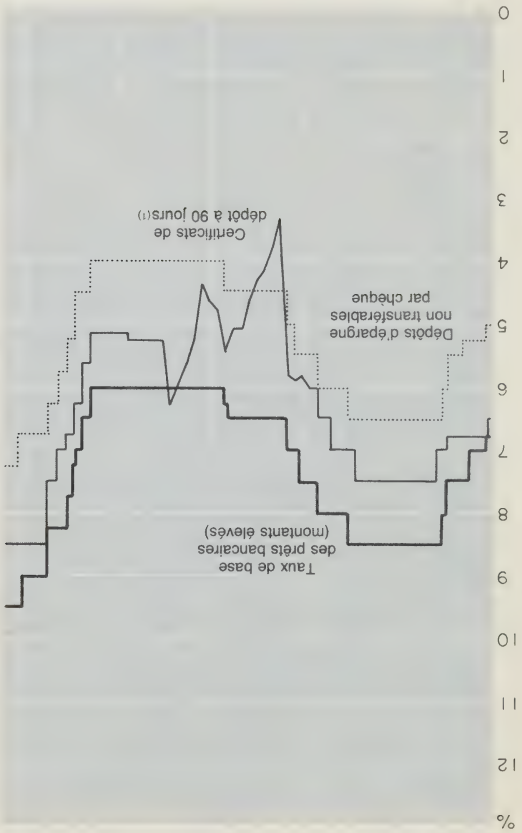
Le volume des avoirs liquides canadiens «libres»<sup>(1)</sup> du système bancaire a considérablement baissé au cours de 1973 et, à la fin de l'année, le ratio avoirs liquides canadiens «libres»/ensemble des principaux avoirs était tombé à 9,8%, contre 12,8% à la fin de 1972. La Banque du Canada a maintenu à 8% le coefficient minimum des réserves secondaires de sorte que le système bancaire a été tenu d'augmenter ses avoirs en bons du Trésor. Dans l'ensemble, toutefois, les portefeuilles bancaires d'avoirs liquides canadiens produits d'intérêt étaient presque au même niveau en décembre 1973 qu'un an plus tôt.

Face à la forte demande de crédit, le ralentis-

(1) Les avoirs liquides canadiens «libres» des banques comprennent l'excédent sur le minimum requis, de l'encaisse, des bons du Trésor du gouvernement canadien et des portefeuilles de prêts au jour le jour, plus les obligations du gouvernement et les prêts à vue.

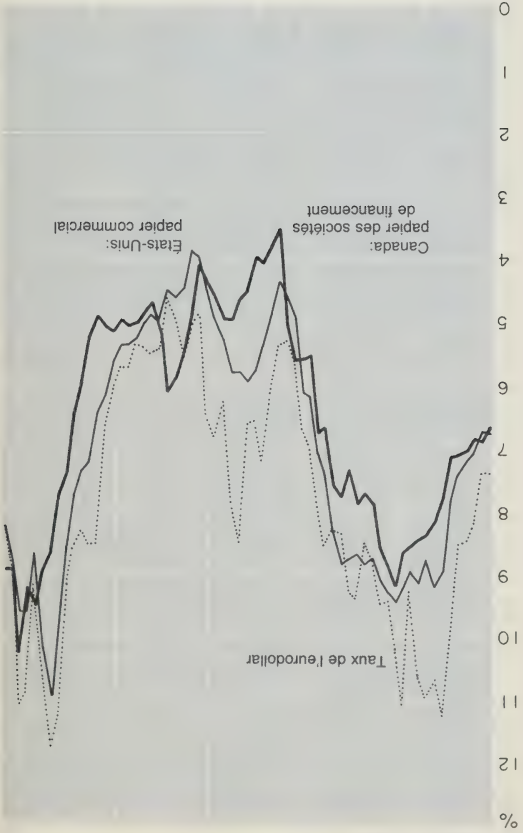


Quelques taux bancaires représentatifs



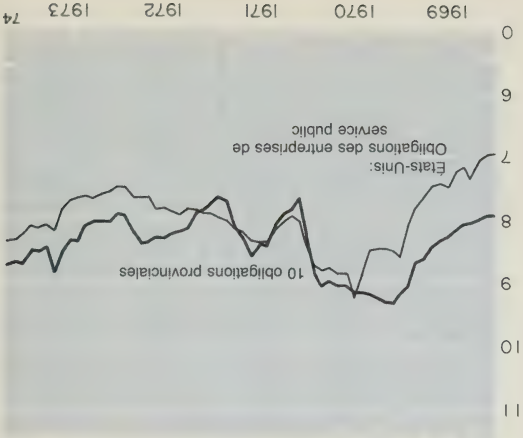
À court terme

Taux à 3 mois



À long terme

Comparaison des taux pratiqués au Canada et aux Etats-Unis



(1) Taux pratiqués avant novembre 1970 et après le 12 juin 1972, dans le cadre d'accords sur les taux d'intérêt



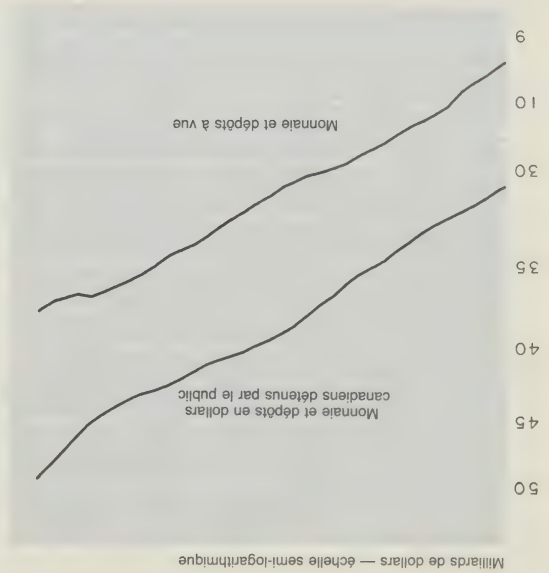
cette période, la « Convention de Winnipeg » a ralenti le renchérissement des taux d'intérêt à court terme. En décembre, les taux préférentiels des banques à charte ont atteint 9½%.

En 1973, le loyer de l'argent à court terme au Canada n'a pas atteint des niveaux aussi élevés qu'aux États-Unis ou sur le marché des eurodollars et les autres marchés étrangers. À la fin de l'année, le taux préférentiel des prêts bancaires avait atteint aux États-Unis un sommet de 10%; toutefois, si l'on tient compte de la pratique généralisée aux États-Unis, d'exiger le gel d'une partie des prêts au compte des bénéficiaires, on observe que le coût effectif des fonds empruntés par les clients de premier choix était probablement d'environ 11%, contre un taux préférentiel de 9½% au Canada. Le rendement du papier commercial à court terme aux États-Unis a atteint un sommet d'environ 10¾% en septembre, alors que le taux comparable s'élevait chez nous à quelque 8½%. Par la suite, l'écart entre ces taux à court terme s'est rétréci, en raison d'un fléchissement aux États-Unis et d'une continuation de la hausse au Canada durant le restant de l'année. Au début de 1974, les taux d'intérêt à court terme du marché se sont infléchis dans les deux pays. Durant toute cette période, l'écart entre les taux de change au comptant et à terme a eu tendance à se modeler sur l'écart entre les taux d'intérêt à court terme dans les deux pays.

Au second semestre de 1973, le loyer de l'argent à court terme avait augmenté à un point tel qu'il dépassait le taux des titres à long terme. Auparavant, mais toujours en 1973, le coût de l'argent à court terme avait été très nettement inférieur à celui du financement à long terme, ce qui a incontestablement contribué à l'expansion rapide du crédit à relativement court terme. En général, les taux à long terme étaient de ¾% à 1% plus élevés en septembre qu'au début de l'année; dans l'ensemble, ils n'ont guère varié depuis.

On trouvera à la page suivante un graphique retraçant l'évolution de quelques taux d'intérêt depuis le début de 1969.

# Monnaie hors banques et dépôts dans les banques à charte<sup>(1)</sup>



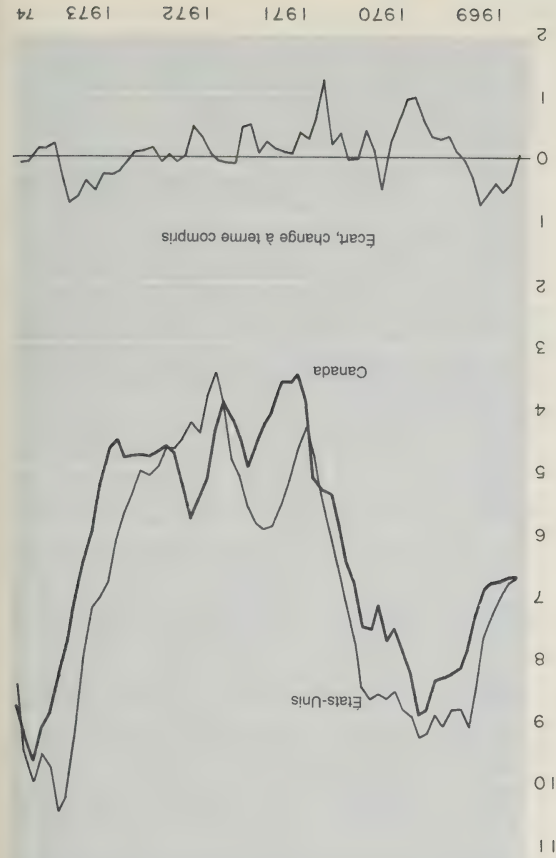
(1) Moyenne mobile centrée sur 3 mois; données désaisonnalisées, moyennes des mardis

monnaie hors banques et des dépôts à vue dans les banques à charte. Au cours de la période d'environ deux ans et demi qui se termine avec le deuxième trimestre de 1973, la monnaie et les dépôts à vue se sont accrus à un taux annuel moyen de plus de 15%. Au second semestre de l'année, leur taux de croissance est tombé à 8%, ce qui a eu pour effet de ramener la progression annuelle à 12% pour la fin du dernier trimestre. Le mouvement à la hausse qui a caractérisé l'évolution du loyer de l'argent au Canada en 1973 s'est amorcé au début de l'année. Les taux de rendement des bons du Trésor ont commencé à grimper en janvier. En mars, d'autres taux à court terme du marché leur ont emboîté le pas et le 9 avril le taux d'escompte, fixé à 4¾% depuis le 25 octobre 1971, a été porté à 5¼%. Immédiatement après, le plafond institué par la « Convention de Winnipeg » à l'égard des gros dépôts bancaires en dollars canadiens à court terme a été relevé de 1½% et porté à 6%, tandis que les taux préférentiels des banques étaient augmentés

dans la même proportion et passaient à 6½%. D'autres taux bancaires créditeurs furent également majorés. Au cours des mois qui suivirent, l'escalade des taux d'intérêt du marché s'est poursuivie et les taux institutionnels mentionnés précédemment ont été l'objet d'une série de majorations. Au 13 septembre, le taux d'escompte avait été porté après quatre relèvements successifs à son niveau actuel, soit 7¼%. Le taux maximum des gros dépôts à court terme a également été plusieurs fois ajusté à la hausse pour finalement s'établir à 8½%. Durant une grande partie de

## Taux de rendement du papier à court terme au Canada et aux États-Unis

Papier à 30 jours



dépôts, augmentant l'intérêt versé sur les dépôts à terme et sur les comptes d'épargne. Elles réussirent remarquablement bien à attirer les dépôts personnels à terme, dont l'accroissement de 3,4 milliards de dollars — soit de plus de 50% — enregistré au cours de l'année constitue environ la moitié de l'augmentation globale des dépôts bancaires en dollars canadiens. Le succès remporté dans ce domaine par les banques et par les autres institutions financières tient sans nul doute en partie au fait qu'elles ont attiré des fonds du genre de ceux qui, les années antérieures, allaient se placer dans des Obligations d'épargne du Canada.

Sur l'ensemble de 1973, les dépôts non personnels en dollars canadiens à terme ou à préavis se sont accrus à un rythme moins rapide qu'en 1972. Les dépôts de 100,000 dollars ou plus à terme de moins d'un an sont restés sujets à la limitation des taux d'intérêt instituée à la «Convention de Winnipeg». Même si le taux maximum a été sensiblement relevé au cours de l'année, il a certainement réduit les possibilités de concurrence du secteur bancaire dans la recherche de gros dépôts à court terme en dollars canadiens. De temps à autre, les banques ont rivalisé d'efforts pour obtenir de gros dépôts dont le terme était légèrement plus long que ceux qui sont régis par la «Convention de Winnipeg». Parallèlement, elles sont parvenues à attirer un montant appréciable de fonds — 1,4 milliard de dollars — en offrant pour les dépôts en monnaies étrangères des résidents une rémunération plus attrayante que celle qu'elles pouvaient verser pour les dépôts en dollars canadiens.

Ainsi, en 1973, les banques ont de plus en plus recouru à différentes formes de dépôts à terme de coût relativement élevé pour financer la croissance de leurs avoirs. Il en est résulté une proportion de leurs dépôts à terme, a marqué une progression de 15% en 1973.

A mesure que le loyer de l'argent à court terme augmentait, on a enregistré une nette modération de la croissance de la masse monétaire au sens strict, laquelle se compose exclusivement de la

## Monnaie hors banques et dépôts bancaires en dollars canadiens

En milliards de dollars, déc. 1973	Taux annuels de variation <sup>(1)</sup>				Semestres			
	Années	Du 4 <sup>e</sup> trim. 1970	Du 4 <sup>e</sup> trim. 1971	Du 4 <sup>e</sup> trim. 1972	Du 4 <sup>e</sup> trim. 1972	Du 2 <sup>e</sup> trim. 1973	Du 4 <sup>e</sup> trim. 1973	Du 2 <sup>e</sup> trim. 1973
Monnaie et dépôts à vue .....	14.4	17	14	12	16	16	8	26
Dépôts d'épargne personnels .....	24.3	8	11	20	14	36	80	26
— dont à terme .....	8.6	- 7	24	56	16	36	80	26
Dépôts non personnels à terme .....	9.7	39	36	11	2	22	22	22
ou à préavis .....	8.8	35	46	13	3	24	24	24
— dont à terme .....	48.4	16	16	15	12	19	19	19
Monnaie et ensemble des dépôts en dollars canadiens détenus par le public .....	50.6	18	15	16	16	16	16	16
Monnaie et ensemble des dépôts en dollars canadiens .....								

(1) Calculée à partir des chiffres moyens des trimestres en question; les données semestrielles ont été désaisonnalisées.



(1) Données désaisonnalisées

En milliards de dollars, déc. 1973		Années		Semestres <sup>(1)</sup>	
Taux annuels de variation		De déc. 1971 à 1972 à	De déc. 1972 à	De déc. 1971 à 1972 à	De juin 1972 à 1973 à
Prêts bancaires	17.1	22	27	25	18
aux entreprises	17.1	22	27	25	18
Papier commercial, y compris les acceptations bancaires	1.7	- 6	8	- 31	26
Total	18.8	18	25	17	19
					29
					- 37
					31

# Quelques statistiques du crédit à court terme aux entreprises

1973 qu'en 1972. Leur ampleur tient à la vigueur fondamentale de la demande de crédit de ces dernières et, en ce qui concerne les gros emprunteurs, au coût avantageux des concours bancaires durant une grande partie de l'année par rapport à celui des appels aux marchés de titres. Les autorisations de crédit en faveur des entreprises importantes ont augmenté de 18% en 1973, soit au même rythme qu'en 1972. Le taux de croissance des autres autorisations a quelque peu ralenti, mais est demeuré très élevé.

En 1973, comme antérieurement, l'encours des prêts aux entreprises a été influencé par le fait que de temps à autre ces dernières ont recouru au crédit bancaire plutôt qu'au papier à court terme, ou vice versa. De légères modifications de l'écart entre le coût des prêts bancaires et celui du papier à court terme peuvent suffire à provoquer la substitution d'un mode de financement à l'autre. Après avoir enregistré une progression rapide du milieu de 1972 au milieu de 1973, l'encours du papier commercial s'est notablement contracté au second semestre de 1973. Aussi la croissance des prêts aux entreprises, encore plus rapide au cours de cette période qu'au semestre précédent, est-elle allée de pair avec une diminution sensible de l'encours du papier à court terme. Globalement, ces deux catégories de financement des entreprises ont augmenté à un taux annuel de 22% au second

semestre de 1973, contre 29% pendant la première moitié de l'année.

Comme nous l'avons mentionné précédemment dans ce Rapport, la Banque du Canada a exhorté les banques à charte à continuer d'appliquer leur politique visant à assurer un flux raisonnable de crédit aux petites entreprises et aux emprunteurs établis dans les régions du pays où l'activité économique accuse un certain retard. Le taux de croissance des prêts consentis aux entreprises dans le cadre d'autorisations de crédit de 100,000 dollars ou moins s'est établi à 14% en 1973, contre 12% pour l'année antérieure.

La plupart des banques ont adopté en 1973 une double structure des taux d'intérêt applicables aux prêts aux entreprises, en vertu de laquelle le taux débiteur minimum des avances aux petits emprunteurs, en général celles qui sont consenties dans le cadre d'autorisations de crédit de 200,000 dollars ou moins, est inférieur au taux préférentiel accordé aux autres clients. Comme les taux d'intérêt débiteurs ont été relevés au cours de l'année, les taux minimums ainsi que les taux moyens de ces avances ont augmenté dans une proportion moindre que les taux comparables applicables aux gros emprunteurs.

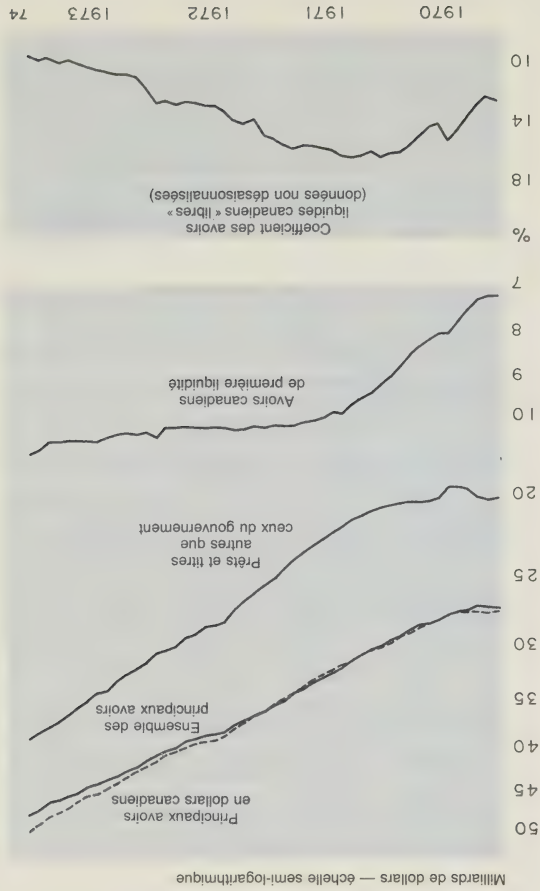
Pendant une bonne partie de 1973, les banques ont rivalisé d'efforts dans la recherche de



avoirs, qui comprend les avoirs nets en monnaies étrangères, a-t-il été inférieur à celui des principaux avoirs en dollars canadiens. Ce ne sont pas seulement les prêts hypothécaires à l'habitation, mentionnés ci-dessus, mais aussi toutes les autres principales catégories de prêts bancaires qui ont fortement progressé en 1973. La croissance des prêts aux municipalités, aux sociétés de financement ou de prêts à la consommation a été particulièrement forte, tandis que celle des prêts personnels ordinaires s'est quelque peu ralentie au fil des mois. Les prêts bancaires aux entreprises ont accusé une progression plus rapide sur l'ensemble de

## Avoirs des banques à charte

Moyenne des mercredis, données désaisonnalisées



aux banques de maintenir les prêts hypothécaires à l'habitation à un niveau raisonnable. Le financement considérable obtenu en 1973 par les résidents canadiens semble n'avoir comporté aucun apport net d'origine étrangère. Les entrées nettes de capitaux à long terme ont totalisé environ 725 millions de dollars, tandis que les sorties nettes de fonds à court terme (compte tenu des erreurs et omissions) se sont chiffrées à environ 850 millions. L'afflux des capitaux à long terme a diminué d'environ un milliard de dollars par rapport à 1972. Cette réduction notable est imputable à un fléchissement marqué des ventes nettes de nouvelles obligations canadiennes aux non-résidents, à une diminution des entrées de capitaux découlant des opérations sur titres canadiens et étrangers en circulation, ainsi qu'à un accroissement des investissements directs canadiens à l'étranger.

Les ventes de titres canadiens aux résidents ainsi qu'aux non-résidents ont porté sur des montants plus faibles en 1973 qu'en 1972. L'accroissement du crédit enregistré en 1973 est entièrement attribuable à une augmentation des prêts octroyés par les institutions, spécialement par celles qui, pour se procurer des fonds, recourent surtout à divers types d'instruments assimilables aux dépôts. La progression des institutions de dépôt a résulté en bonne partie du développement de leurs portefeuilles de créances hypothécaires. L'actif global de ces institutions a augmenté de 19% en 1973, contre 16% en 1972.

L'ensemble des principaux avoirs des banques à charte a augmenté de 17% en 1973. Comme en 1972, leurs portefeuilles d'avoirs liquides canadiens n'ont guère changé, de sorte que les coefficients de liquidité ont de nouveau diminué. Étant donné les pressions sur les ressources en dollars canadiens des banques, celles-ci ont accru dans des proportions appréciables leurs passifs-dépôts en monnaies étrangères envers les résidents canadiens. Il en est résulté au cours de l'année une ponction de plus d'un milliard dans la position nette en monnaies étrangères du système bancaire. Aussi le taux de croissance de l'ensemble des principaux

Principaux avoirs des institutions financières<sup>(1)</sup>En milliards  
de dollars,  
déc. 1973Augmentation en %  
De déc. 1971  
à déc. 1972  
De déc. 1972  
à déc. 1973

Institutions de dépôt	48.3	15	17
Banques à charte <sup>(2)</sup>	0.8	10	15
Banque d'épargne du Québec	15.4	15	23
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire	8.4	27	25
Caisses populaires et crédit unions	72.8	16	19
Total partiel	18.8	10	9
Institutions d'épargne contractuelle	15.8	14	13
Compagnies d'assurance-vie	34.5	11	11
Total partiel	6.8	13	14
Sociétés de financement ou de prêts à la consommation	114.1	14	16
Total			

(1) Sauf en ce qui concerne les banques, les chiffres de décembre 1973 sont des estimations.  
 (2) Principaux avoirs en dollars canadiens, plus avoirs nets en monnaies étrangères; moyenne des mercredis.

## Quelques avoirs des banques à charte

En milliards  
de dollars,  
déc. 1973Taux annuels de variation  
Années  
de déc.1970 à  
1971 à  
1971 à  
1972 à  
1972 à  
1973 à  
1973 àDe déc.  
1971 à  
1972 à  
1972 à  
1973 à  
1973 àDe déc.  
1971 à  
1972 à  
1972 à  
1973 à  
1973 àDe déc.  
1971 à  
1972 à  
1972 à  
1973 à  
1973 àDe déc.  
1971 à  
1972 à  
1972 à  
1973 à  
1973 àDe déc.  
1971 à  
1972 à  
1972 à  
1973 à  
1973 àDe déc.  
1971 à  
1972 à  
1972 à  
1973 à  
1973 àDe déc.  
1971 à  
1972 à  
1972 à  
1973 à  
1973 àDe déc.  
1971 à  
1972 à  
1972 à  
1973 à  
1973 àDe déc.  
1971 à  
1972 à  
1972 à  
1973 à  
1973 àDe déc.  
1971 à  
1972 à  
1972 à  
1973 à  
1973 àDe déc.  
1971 à  
1972 à  
1972 à  
1973 à  
1973 à

(1) Données désaisonnalisées.  
 (2) Principaux avoirs en dollars canadiens, plus avoirs nets en monnaies étrangères.

1972. Cette demande de crédit procède principalement de la vigueur continue des dépenses consacrées à l'achat de voitures et d'autres biens de consommation durables et semi-durables.

Les prêts hypothécaires octroyés par les institutions financières du secteur privé en 1973 ont totalisé 6 milliards de dollars, soit 2 milliards de plus que le chiffre déjà très élevé atteint en 1972. L'expansion continue du volume de la construction résidentielle a donné lieu à une forte demande de prêts hypothécaires. De fait, ces deux dernières années, la cadence des mises en chantier de logements a été nettement supérieure au rythme moyen nécessaire pour atteindre les objectifs fixés dans les projections des besoins en logement pour les années soixante-dix effectuées par des organismes gouvernementaux. La demande de crédit hypothécaire a également subi l'influence de la progression marquée des prêts garantis par des logements existants et du vif renchérissement des maisons neuves ainsi que des maisons déjà habitées.

On aurait pu s'attendre que l'obtention d'une masse aussi considérable de fonds hypothécaires se révélerait difficile au cours d'une année où les demandes des autres formes de crédit étaient également fortes. Cependant, les principales institutions de crédit hypothécaire réussirent à attirer, à un prix plus élevé qu'au paravant toutefois, un volume de fonds suffisant pour aisément maintenir le niveau des prêts hypothécaires. Cette situation contraste nettement avec celle qu'ont connue les États-Unis, où le marché hypothécaire s'est ressenti des difficultés qu'éprouvaient à trouver des fonds les institutions spécialisées dans le crédit hypothécaire. Les portefeuilles de l'ensemble des institutions de prêt hypothécaire au Canada se sont accrus de 25% en 1973, contre 20% l'année antérieure. Ceux des sociétés de fiduciaire ou de prêt hypothécaire ont augmenté de 29%, soit un taux de loin supérieur à celui de 1972 et deux fois plus élevé que le taux moyen des cinq années précédentes. Les portefeuilles hypothécaires des banques à charte se sont gonflés de 34% en 1973, après deux autres années d'expansion rapide. Les autorités ont demandé

dien s'est légèrement contracté en 1973 en dépit du fait que les besoins de trésorerie du gouvernement, opérations de change exclues, sont demeurés élevés. Des calculs relatifs aux besoins de l'année civile 1973 en ont établi le montant à un peu moins d'un milliard de dollars, chiffre bien inférieur, en raison de décalages chronologiques, à celui prévu pour l'exercice budgétaire qui sera clôturé le 31 mars 1974. Les opérations ordinaires de change ont constitué une source de dollars canadiens en 1973 pour le gouvernement, dont la trésorerie a de plus bénéficié des fonds provenant d'opérations swaps de courte durée conclues entre la Banque du Canada et le Fonds des changes. On trouvera une description détaillée de ces opérations et du financement en général du gouvernement pour l'année 1973 au dernier chapitre.

Les provinces, les municipalités et leurs entreprises ont obtenu moins de concours des marchés obligataires canadiens et étrangers, mais ont en partie compensé cette réduction par un accroissement de leurs emprunts auprès des banques à charte. Le montant global emprunté par les provinces et les municipalités a diminué en dépit de l'accroissement, en termes de comptabilité nationale, du déficit de ce secteur. Cet état de choses semble avoir été facilité par une réduction des portefeuilles d'avoirs financiers qui avaient été renforcés en 1972.

Bien que leurs ressources d'auto-financement eussent continué d'enregistrer une forte progression, les entreprises non financières ont recouru au financement externe à raison de près de 2 milliards de dollars de plus qu'en 1972. Cette expansion est imputable à la progression rapide des dépenses en investissements fixes ainsi qu'aux dépenses en stocks et à un nouveau gonflement considérable de leurs portefeuilles d'avoirs financiers. Les concours additionnels étaient constitués en grande partie d'emprunts bancaires. Quant à l'ensemble des ressources fournies par les bourses et marchés obligataires canadiens ou étrangers, il a légèrement diminué par rapport à son niveau de l'année antérieure. Les prêts à la consommation ont continué de s'accroître en 1973 mais moins rapidement qu'en



L'évolution de la situation financière

La très forte croissance de la dépense enregistrée en 1973 est allée de pair avec une expansion considérable du crédit. Le financement obtenu au cours de cette année par les principales catégories d'emprunteurs non financiers autres que le gouvernement canadien a dépassé de 4 milliards de dollars les concours reçus en 1972, la majeure partie de cette augmentation ayant bénéficié aux entreprises non financières et aux emprunteurs hypothécaires. Cette très importante demande de fonds, conjuguée à l'orientation moins expansionniste de la politique monétaire et à la montée rapide du

loyer de l'argent aux États-Unis et sur les autres marchés financiers étrangers, a provoqué de fortes pressions à la hausse sur les taux d'intérêt au Canada en 1973. Si les taux d'intérêt à court terme n'ont pas atteint chez nous les niveaux records enregistrés aux États-Unis et dans d'autres pays, ils n'en ont pas moins accusé une très nette progression.

Le tableau suivant donne un aperçu des financements obtenus par les principales catégories d'emprunteurs non financiers ces trois dernières années.

L'encours des titres du gouvernement cana-

Financement obtenu par les principaux secteurs non financiers<sup>(1)</sup>

En milliards de dollars			
	1971	1972	1973
Entreprises non financières	5.3	4.7	6.6
Emprunteurs hypothécaires <sup>(2)</sup>	2.5	4.0	6.0
Consommateurs	1.4	2.2	2.6
Provinces et municipalités <sup>(3)</sup>	2.9	3.5	3.1
Total partiel	12.1	14.4	18.4
Gouvernement canadien <sup>(4)</sup>	3.0	1.6	-0.1
Total	15.1	16.0	18.3

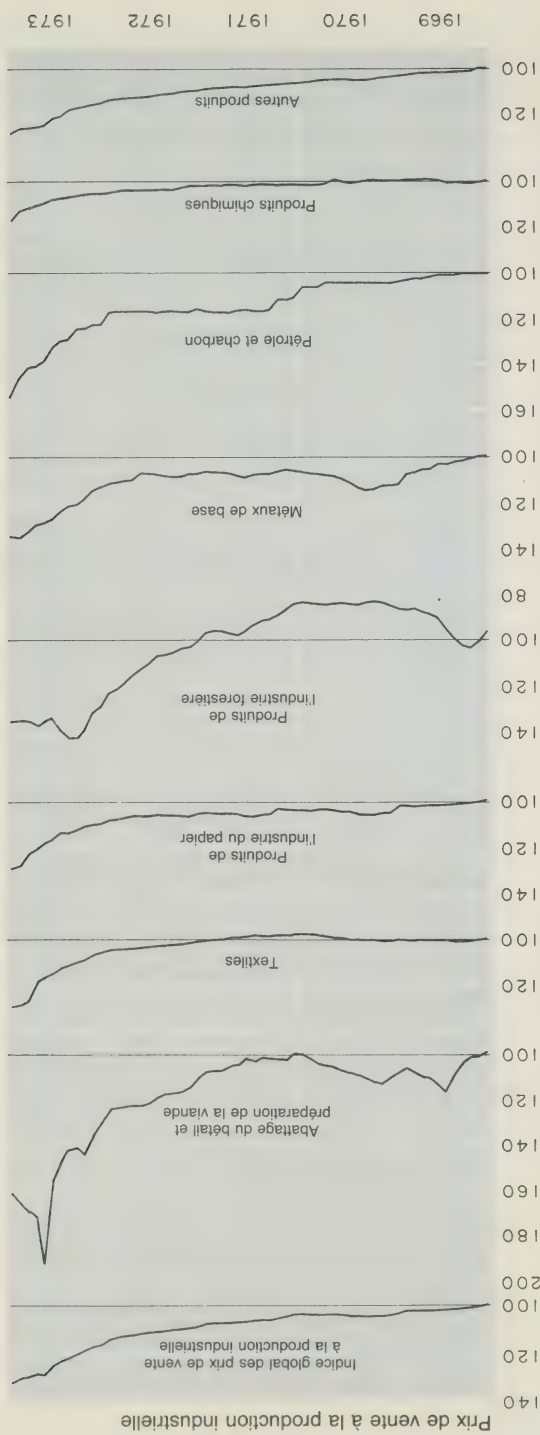
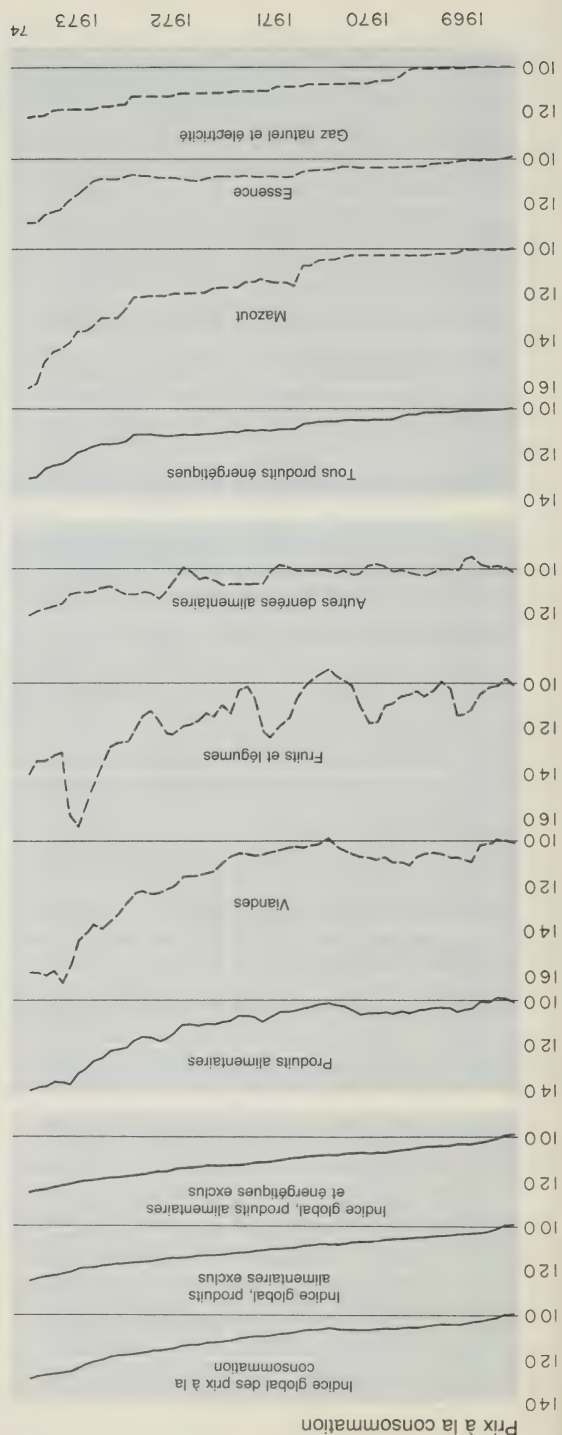
(1) Augmentations des prêts hypothécaires et autres octroyés par les institutions financières, plus les émissions nettes de titres et les investissements directs bruts des non-résidents au Canada.

(2) Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation. Non compris le montant net des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements ou leurs agences, particulièrement la S.C.H.L., qui figurent dans les besoins de financement des administrations intéressées.

(3) Y compris les entreprises provinciales et municipales. Sont exclus les emprunts accordés par le gouvernement canadien.

(4) Variation nette de l'encours des fonds d'État en dollars canadiens non compris dans les portefeuilles-titres du gouvernement. Les chiffres ne comprennent pas le financement temporaire résultant d'opérations swaps entre la Banque du Canada et le Fonds des changes et ne constituent pas des indicateurs des besoins de trésorerie du gouvernement canadien.



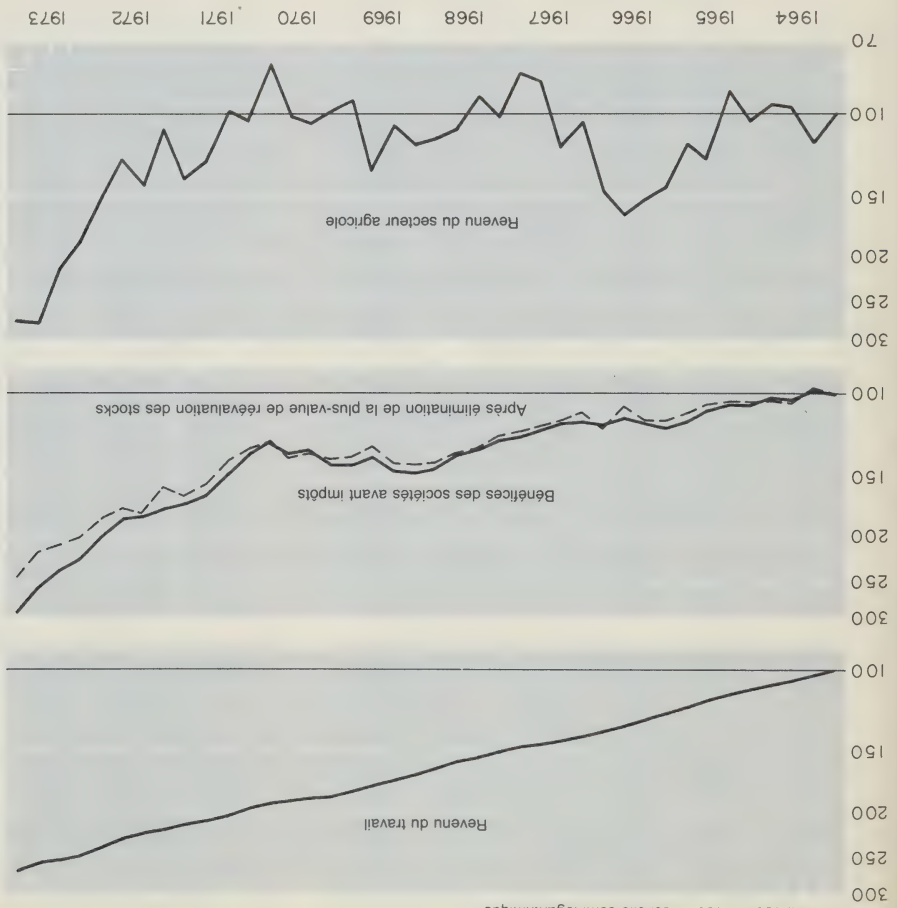


d'augmentation des traitements et salaires moyens, mais un indicateur prospectif de la tendance des salaires, soit les augmentations observées dans le cadre de conventions collectives. Si l'on exclut les salaires payés dans l'industrie de la construction, pour laquelle on ne dispose pas de données comparables, la hausse annuelle moyenne des taux de base pour la durée des contrats a été de plus de 9% en 1973 et a donc dépassé de 1½% celle de 1972. Au second semestre de 1973, elle a presque atteint 10%. De plus, ces données seraient sous-estimées, en ce sens que l'indice des taux de base néglige les avantages sociaux et les clauses d'indexation sur l'indice des prix à la consommation, deux éléments qui ont figuré au premier rang des dispositions prévues dans les contrats importants négociés au cours des derniers mois de l'année. Les prix des produits alimentaires commencent à s'accélérer vivement vers le milieu de 1972 et poursuivirent une ascension rapide durant presque toute l'année 1973. La plupart des catégories contribuèrent à cette accélération. À la fin de 1973, la rubrique alimentation de l'indice des prix à la consommation avait enregistré une hausse de 17% par rapport à la même période un an plus tôt; les produits laitiers avaient augmenté de 8½%, les fruits et les légumes, de 12%, les produits de boulangerie et de céréales, de 19%, le porc, de 27% et le bœuf, de 28%. Cependant, l'ampleur de la progression des prix des denrées alimentaires se modéra vers la fin de l'année, surtout en ce qui concerne la viande, les fruits et les légumes. Si l'orientation future des prix des produits alimentaires demeure incertaine, on peut déduire de certains signes tels que l'augmentation considérable des superficies ensemencées en blé d'hiver aux États-Unis que l'offre de grains de provende, de céréales et, à la longue, de bestiaux et de leurs dérivés pourrait enregistrer quelque amélioration.

Les graves répercussions de l'inflation internationale des prix des matières premières se retrouvent dans l'accélération sensible et généralisée des prix de vente dans l'industrie pour les principales catégories de produits non

alimentaires; de plus, l'escalade des prix du pétrole et de ses dérivés au cours des derniers mois a continué de renchérir les coûts de production industriels. Bien que certaines des augmentations de coût et de prix observées aux premières étapes de la transformation ne se soient pas encore répercutées au niveau du détail, un certain soulagement pourrait survenir si les prix internationaux des matières industrielles répondaient à la diminution de la pression de la demande mondiale qui semble se manifester.

La forte augmentation de l'indice des prix à la consommation en 1973, qui s'est chiffrée à 7½% d'une année à l'autre ou à 9% d'une fin d'année à l'autre, n'est attribuable qu'en partie à l'ascension rapide des prix des denrées alimentaires. Le coût de l'énergie a également monté en flèche, particulièrement dans l'Est du pays, par suite du renchérissement considérable de l'essence et du mazout, ainsi que du léger ajustement à la hausse du prix du gaz naturel au cours des derniers mois de l'année. Les prix d'un large éventail de biens et de services achetés par les consommateurs ont enregistré une accélération perceptible, même abstraction faite des produits alimentaires et énergétiques. De la fin de 1972 à celle de 1973, l'indice des prix à la consommation, non compris l'alimentation et l'énergie, a grimpé de 5½%, contre 4% en 1972.



ci-dessus. La remarquable hausse de 83% des revenus nets des agriculteurs en 1973, en termes de comptabilité d'exercice, s'explique surtout par la vive montée des prix observée sur le marché intérieur et sur les marchés d'exportation. La vi-gueur manifestée par ces derniers a également contribué pour beaucoup à la forte hausse des gains dans les grandes industries d'exploitation des richesses naturelles et renforcé la tendance à l'accroissement des bénéfices des entreprises attribuable à l'expansion conjoncturelle de la de-mande intérieure. Poursuivant la reprise enregistrée en 1971 et en 1972 par rapport au

creux de 1970, l'ensemble des bénéfices des sociétés avant impôts en 1973 a été d'environ 37% plus élevé qu'en 1972. Déduction faite de la plus-value comptable approximative résultant de la réévaluation des stocks, le gain a été d'environ 27%.

L'accélération des revenus du travail ne sem-ble pas avoir contribué à celle des coûts en 1973 puisque, d'après des données préliminaires, la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre a été de 43/4%, donc du même ordre qu'en 1972. Les baromètres disponibles n'ont pas fait état pour 1973 de changements importants dans le rythme



de chômage a diminué notablement, pour tomber à un taux désaisonnalisé de 5,3% en juillet. La croissance de l'emploi ayant ralenti au cours de l'été, le taux de chômage augmenta légèrement, puis s'inscrivit de nouveau en baisse durant les derniers mois. En 1973, le taux de chômage s'est situé en moyenne à 6,3% l'année précédente. En ce qui concerne la catégorie la plus importante, soit celle des hommes âgés de 25 ans et plus, le taux de chômage est passé de 4,9% en 1972 à 4,2% en 1973, retombant à approximativement au niveau de 1968-1969. En 1973, les sans-emploi appartenant à ce groupe, qui représente environ 50% de la population active, ne constituaient que 38% du chiffre total des chômeurs. Le taux de chômage enregistré chez les jeunes et chez les femmes adultes a également décliné mais, dans les deux cas, il a été de loin plus élevé qu'il ne l'était il y a quatre ou cinq ans.

Le paradoxe que constituent les taux élevés de chômage indiqués par les statistiques alors que les employeurs éprouvent des difficultés à recruter de la main-d'œuvre a été évoqué dans le Rapport annuel de l'an dernier. L'évolution du marché du travail en 1973 tend à confirmer la thèse que, de nos jours, à un taux donné de chômage au Canada tel qu'il ressort de l'Enquête sur la main-d'œuvre ne correspond plus le même degré d'aisance sur les marchés du travail ou dans l'ensemble de l'économie que par le passé. Tandis que le taux de chômage global en 1973 était toujours plus élevé que ceux enregistrés lors de périodes d'activité économique fébrile, comme celles qui ont caractérisé le milieu des décennies cinquante et soixante, l'on signalait de nombreux cas d'insuffisance de personnel spécialisé, et même non spécialisé dans certaines régions du pays. Les données relatives au nombre d'emplois vacants et l'indice des offres d'emploi publiées dans les journaux font état également d'un nouveau resserrément prononcé du marché du travail en 1973; au second semestre, le niveau de ces deux indicateurs était beaucoup plus élevé qu'un an plus tôt. L'augmentation considérable de la proportion des emplois restés vacants pen-

### Revenus, coûts et prix

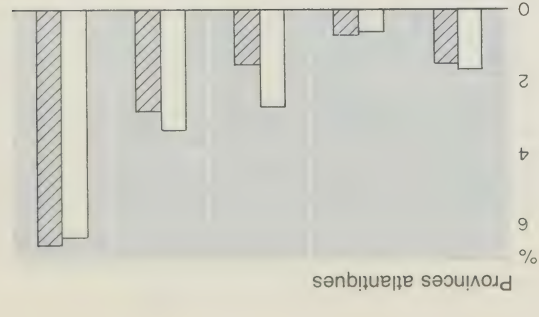
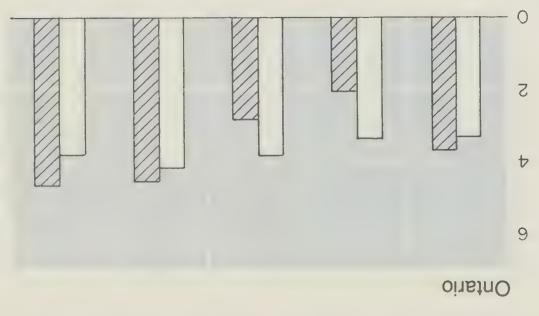
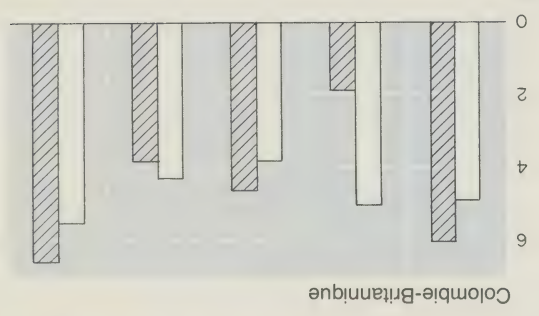
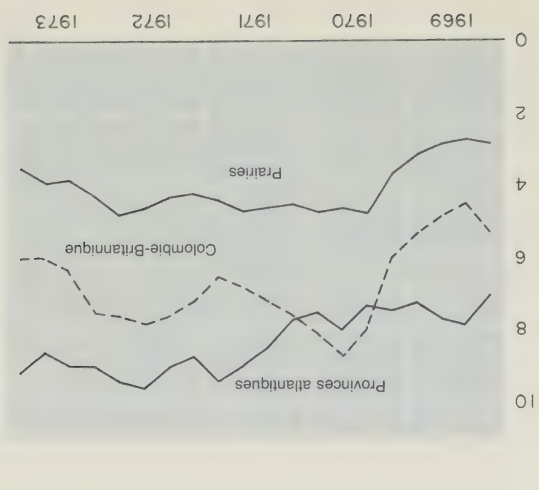
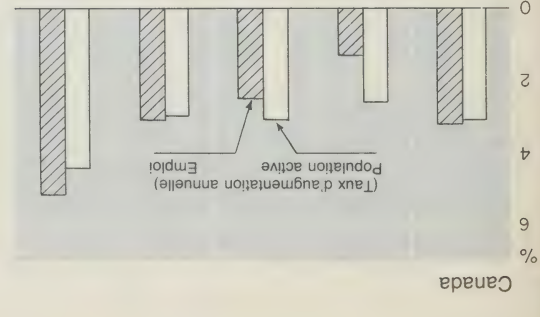
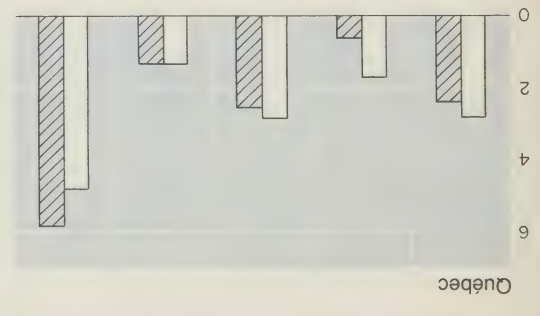
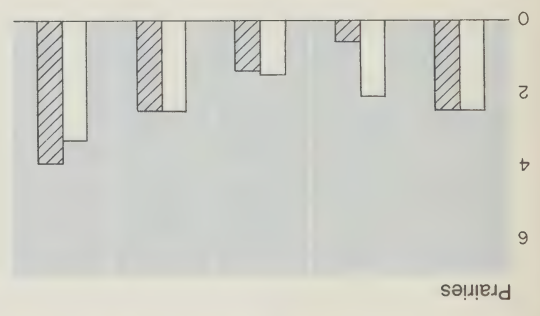
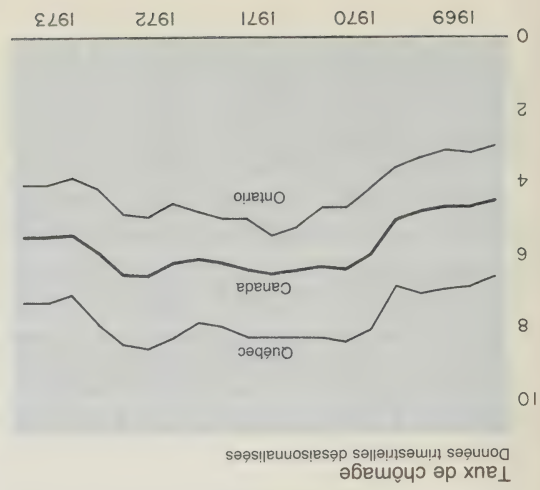
dant un mois ou plus constitue une autre indication de l'augmentation de la demande de main-d'œuvre.

Toutes les régions du pays à l'exception de l'Ontario ont connu une accélération marquée de la croissance de l'emploi en 1973. La progression la plus forte par rapport à 1972 s'est produite dans les Provinces atlantiques et en Colombie-Britannique, où l'expansion a été de l'ordre de 6 1/2%, mais la plus forte accélération a été enregistrée au Québec, avec un rythme de croissance qui est passé de 1 1/4% en 1972 à 5 3/4% en 1973. La croissance de l'emploi en Ontario a de nouveau atteint le rythme exceptionnellement élevé de 4 1/2% constaté l'an dernier, tandis que dans les Prairies, la hausse était de 4%, soit 1 1/2% de plus qu'en 1972. La baisse du chômage a également été observée partout au Canada, mais dans des proportions diverses selon les régions. En Colombie-Britannique, le taux de chômage a diminué d'un point pour tomber à 6 1/2%. Dans les Provinces atlantiques, la très forte progression de l'emploi est allée de pair avec une expansion sans précédent de la population active de sorte que le taux de chômage s'est maintenu à près de 9%.

Toutes les principales catégories de revenus ont progressé à un rythme accru en 1973, en raison de la forte augmentation de la demande et de la production. Par suite de la vigoureuse montée de l'emploi, le revenu du travail a augmenté de plus de 12%, soit un peu plus rapidement qu'en 1972. La hausse des revenus agricoles, une réduction de l'impôt sur le revenu des particuliers et l'augmentation considérable des paiements de transfert de la part des gouvernements ont également joué un rôle important dans la hausse exceptionnelle du revenu disponible des particuliers, qui a atteint 14% en termes nominaux. Même compte tenu de l'inflation des prix à la consommation, cette hausse dépasse de loin la moyenne.

Le revenu du secteur agricole avait été inférieur aux autres revenus pendant un certain nombre d'années, comme le montre le graphique





Si la brusque poussée de la demande a manifestement constitué la cause immédiate de la situation actuelle de l'industrie canadienne caractérisée par une utilisation presque complète de la capacité, il n'en demeure pas moins qu'un autre facteur important a été que jusqu'en 1973 les investissements s'étaient accrus pendant plusieurs années à un rythme assez lent. En dépit de leur caractère nécessairement approximatif, les estimations du parc d'outillage et d'équipement donnent à penser qu'il ne s'est accru qu'assez lentement après 1967. On retrouvera dans la partie inférieure du graphique de la page 17 les variations annuelles de ces immobilisations et de la production dans le secteur commercial non agricole.

La forte progression de la demande globale au sein de l'économie, jointe à la montée rapide des prix à l'étranger, s'est traduite par une augmentation substantielle de la valeur des importations, celles-ci augmentant en volume de 14% et en prix de près de 10%. Le renchérissement des importations n'a pas été aussi prononcé que celui des exportations, les matières premières - dont les prix sont montés en flèche en 1973 - représentant une proportion relativement plus faible de nos importations que de nos exportations. Bien que le taux de croissance global de l'économie canadienne ait augmenté en 1973, le volume des importations ne s'est pas accru à une cadence aussi rapide qu'en 1972, principalement à cause d'une contraction du volume des importations de voitures d'outre-mer, d'un ralentissement de la demande de denrées alimentaires importées et d'une pénurie d'un grand nombre de matières sur les marchés mondiaux.

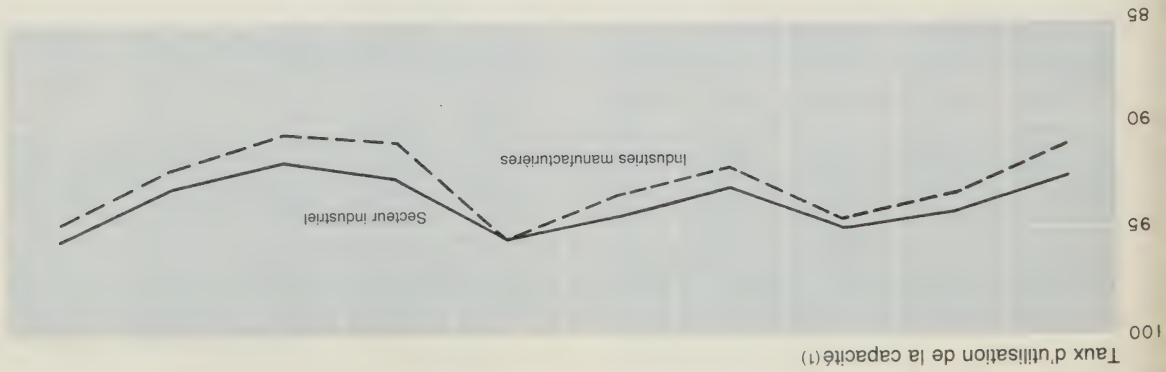
Le volume des importations croissant plus rapidement que celui des exportations, le solde des paiements courants en termes réels du Canada a commencé à se détériorer considérablement. Toutefois, vu que le prix des exportations s'est accru beaucoup plus rapidement que celui des importations, entraînant pour le Canada une amélioration de quelque 6% des termes de l'échange, le solde réel en valeur de la balance des paiements courants s'est amélioré légèrement au regard de 1972; le déficit de la

### Le marché du travail

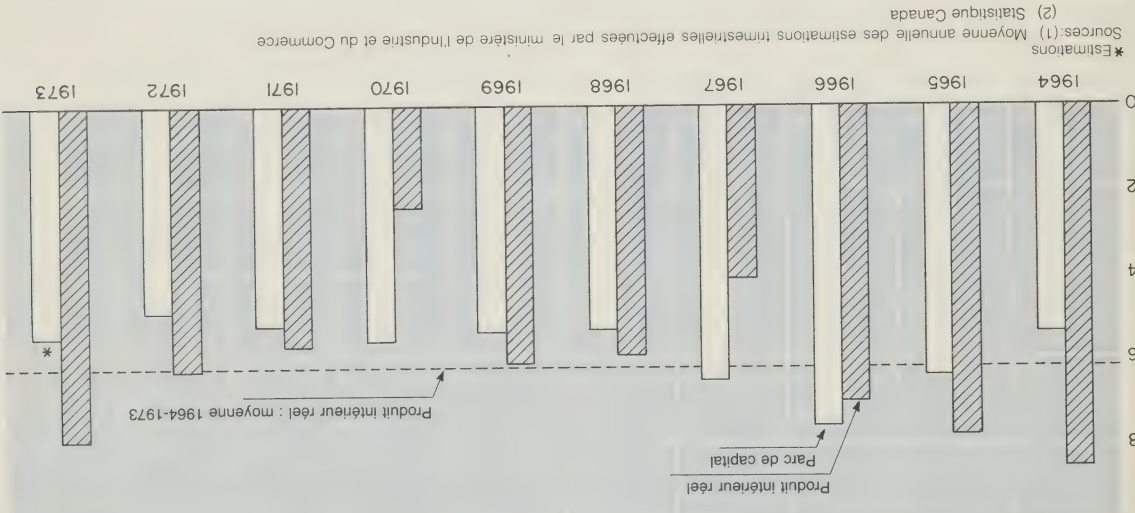
La forte expansion de la production en 1973 est allée de pair avec des gains extraordinaires de l'emploi. Pour l'ensemble de l'année, l'emploi global a été de 5% plus élevé qu'en 1972. Cet accroissement s'est produit surtout au début de l'année parallèlement à une très forte avance de la production. À cette même époque d'expansion de la production, on n'enregistra que des améliorations limitées de l'emploi au printemps et à l'été de 1973, suivies de nouveaux gains vers la fin de l'année. Malgré la très forte expansion de la production en 1973, la productivité de la main-d'œuvre s'est accrue à une cadence inférieure au rythme moyen, ce qui constitue une indication indirecte mais révélatrice des taux d'utilisation de capacité très élevés atteints au

Canada. L'expansion des possibilités d'emploi s'est traduite par une augmentation record de près de 4 1/2% de la main-d'œuvre. Ce chiffre est d'environ 50% plus élevé que le taux de croissance plus normal enregistré par la main-d'œuvre au cours des deux années antérieures. La célérité avec laquelle la population active a réagi à la croissance de l'emploi a visiblement influé sur toutes ses principales catégories. Mais le fait le plus saillant, a été la très forte progression de plus de 8% de l'emploi pour les personnes âgées de moins de 25 ans, qui est allée de pair avec une augmentation de 63/4% de la population active correspondant à ce groupe d'âge. L'arrivée d'un si grand nombre de jeunes gens sur le marché du travail, ainsi que l'augmentation particulièrement marquée du nombre de travailleurs de moins de vingt ans, a coïncidé avec une certaine diminution du pourcentage de jeunes qui étudient et ne sont donc pas recensés dans la population active. Conséquence des gains rapides de l'emploi pendant les premiers mois de l'année, le niveau

## Capacité de l'appareil productif et production



## Appareil productif et production : secteur privé non agricole (2)



carnets de commandes. Dans certains secteurs, celui de l'acier par exemple, les producteurs en sont arrivés à contourner les ventes. Cette conjoncture s'est trouvée accentuée par les tensions tout aussi fortes que connaissait l'appareil productif dans d'autres pays.

nombre d'importants produits ouverts, dont l'acier, le papier et la pâte à papier ainsi que pour certains autres produits de la forêt, les charges de départ pétrochimiques et les produits chimiques. Selon des estimations effectuées par le ministère de l'Industrie et du Commerce, les taux d'utilisation de la capacité productive, pour l'ensemble des secteurs industriels et manufacturiers, auraient atteint en 1973 des niveaux comparables aux sommets enregistrés au cours des années soixante.



## Offre — production et importation

À prix courants, le Produit national brut s'est accru de près de 15%, après avoir enregistré l'année précédente une majoration de 10,4%. À prix constants, le rythme d'accroissement de la production est passé de 5,4% en 1972 à 7%. Suite à l'exceptionnelle progression de la production survenue au cours de l'hiver, l'expansion économique a ralenti quelque peu au second trimestre, des tensions s'étant manifestées au niveau de la capacité de l'appareil productif. Comme en 1972, des conflits sociaux très importants ont contribué à un ralentissement de l'activité économique au troisième trimestre, tant dis que leur règlement favorisait une reprise pendant les derniers mois de l'année. Au cours de cette même période, la croissance de la production dans de nombreuses industries continuait apparemment d'être freinée du fait que l'appareil productif fonctionnait à pleine capacité. Toutefois, l'industrie de l'automobile a enregistré des réductions de production liées surtout à l'affaiblissement de la demande de voitures aux États-Unis.

La production agricole, dont le niveau était déjà relativement bas l'année dernière, n'a que légèrement augmenté. La récolte de blé de 1973 a été sensiblement plus abondante que la précédente mais la récolte des autres denrées n'a somme toute guère varié. De plus, la production de viande, de volaille et de produits laitiers semble s'être ressentie de la vive hausse du coût de l'alimentation animale.

Un des faits saillants de l'année a été la vitesse avec laquelle l'économie s'est apparemment approchée des limites de sa capacité de production. De fait, l'économie commença à afficher plus tôt que prévu des signes d'essoufflement, surtout si l'on considère les taux relativement élevés de chômage enregistrés. Des cas de rareté avaient été signalés en 1972, mais on a enregistré avec une fréquence accrue, dès le début de 1973, des pénuries de main-d'œuvre qualifiée et de matériaux, qui sont devenues monnaie courante au fil des mois. Les délais de livraison pour de nombreux produits se sont allongés considérablement à mesure que se garnissaient les

1973 à un taux légèrement plus élevé que pendant l'année précédente.

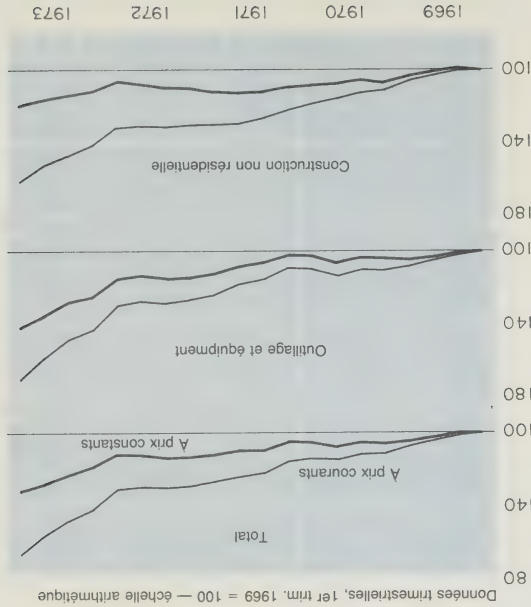
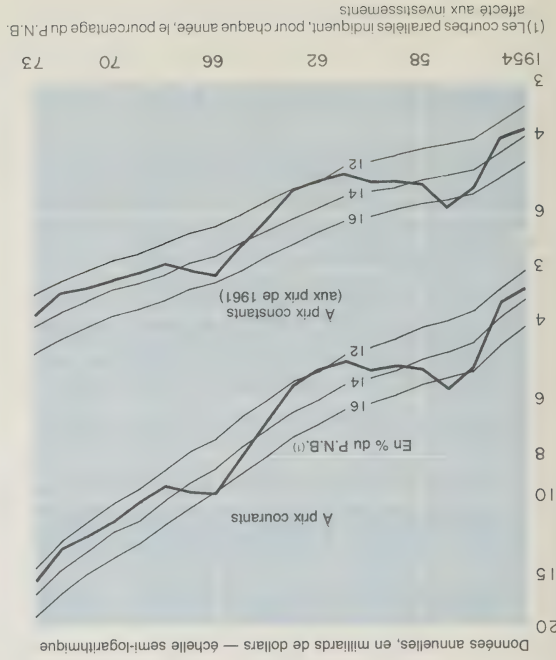
La croissance de la demande de produits canadiens à l'étranger, qui s'était déjà manifestée en 1972, a de nouveau donné un bel élan à l'économie canadienne en 1973. La valeur des exportations de marchandises a marqué une nette avance, sous l'effet conjugué de la vigueur internationale du marché américain et de l'expansion de la demande dans les pays d'outre-mer. Cette progression des exportations s'explique principalement par une hausse de 16% des prix à l'exportation provoquée par l'explosion des prix des matières premières dans le monde; les prix à l'exportation des grains et autres produits agricoles, du bois d'œuvre, de la pâte de bois, du pétrole, du cuivre et de la plupart des autres métaux non ferreux ont enregistré des hausses particulièrement remarquables. De plus, la nouvelle appréciation temporaire de plusieurs grandes monnaies d'outre-mer par rapport au dollar canadien au premier semestre de 1973 a eu tendance à accentuer les pressions à la hausse sur les prix à l'exportation des produits canadiens. Étant donné qu'une portion importante des échanges canadiens s'effectue dans le cadre de contrats à terme, l'augmentation des prix unitaires des produits exportés, encore qu'elle ait été spectaculaire en 1973, n'a pas pleinement reflété la montée en flèche du prix au comptant des exportations canadiennes. Ainsi, il y a lieu de croire que les prix obtenus par le Canada pour la vente de ses produits à l'étranger enregistreront encore une certaine avance au cours de la première partie de 1974, même s'il s'avère que les prix au comptant correspondants auront plafonné. En volume, les exportations se sont accrues d'environ 8%, soit d'un peu moins qu'en 1972; cette augmentation s'est concentrée dans la première partie de l'année. Des difficultés d'approvisionnement ont manifestement contribué à limiter la croissance plus poussée du volume des ventes. De plus, les grèves qui ont affecté les transports ferroviaires et l'industrie du papier ont occasionné au troisième trimestre une forte réduction du volume des expéditions, qui a été suivie par une vive reprise au cours des derniers mois de l'année.



vigueur affichée par la demande dans ce secteur n'a pu être tempérée ni par le renchérissement du crédit hypothécaire ni par la vive hausse du coût de la construction et des terrains.

Le regain des investissements fixes des entreprises avait été quelque peu retardé par des grèves qui avaient perturbé la construction au second semestre de 1972, ce qui contribua à renforcer la très vive progression des dépenses au début de 1973. Durant le reste de l'année, de nouveaux progrès substantiels furent réalisés au chapitre des dépenses d'investissement en outillage et en biens d'équipement en dépit des difficultés croissantes d'approvisionnement, spécialement dans le domaine de la construction non résidentielle. Pour l'ensemble de l'année, les investissements fixes des entreprises (logements exclus) ont augmenté de 18% en termes nominaux et de près de 12% en termes réels. Toutefois, le rapport entre ces investissements et le P.N.B. n'a accusé qu'une hausse modérée, restée bien en deçà des sommets atteints au

## Investissements fixes des entreprises

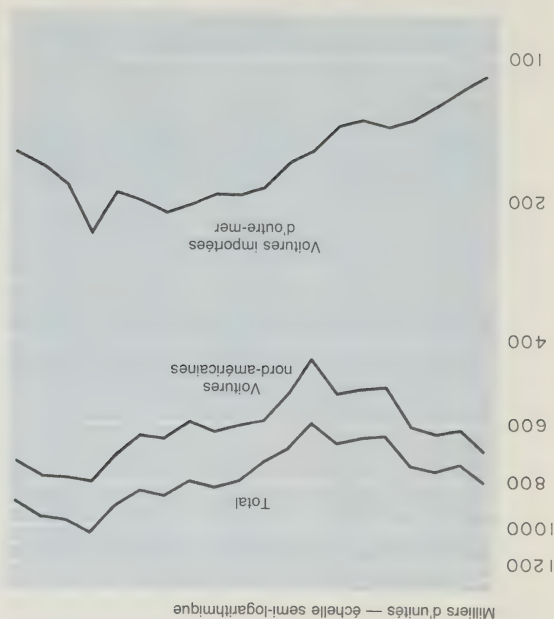


cours de périodes antérieures de boom des investissements, comme on peut le voir sur la partie gauche du graphique ci-dessous. En 1973, les fortes marges bénéficiaires, ainsi que les taux élevés d'utilisation des ressources productives et les développements survenus dans le domaine énergétique, ont considérablement stimulé un nouvel accroissement sensible des dépenses d'investissement.

En 1973, le rythme de formation des stocks des entreprises non agricoles ne s'est que légèrement accéléré par rapport à l'année antérieure, étant sans doute limité par la conjoncture très serrée de l'offre face à des ventes finales substantielles. En ce qui concerne les entreprises manufacturières, le coefficient stocks/expéditions est tombé à un nouveau creux, tandis que le montant des carnets de commandes augmentait rapidement au cours de l'année. La dépense du gouvernement en biens et services, soit la composante de la dépense publique incorporée directement au P.N.B., s'est accrue de 1972 à

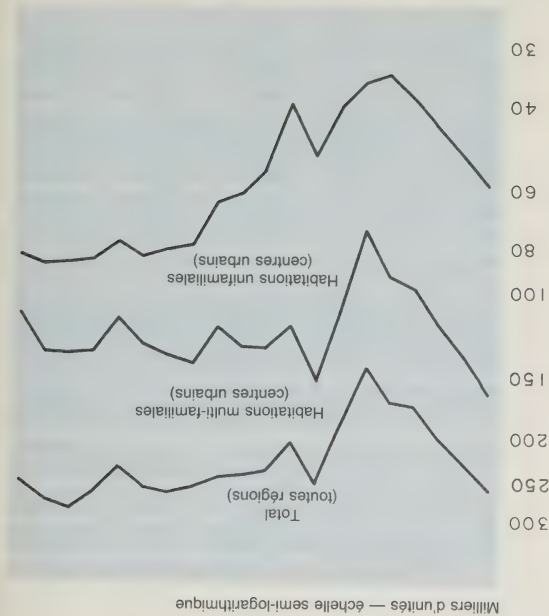
### Ventes de voitures neuves

Données trimestrielles désaisonnalisées, taux annuels



### Mises en chantier de logements

Données trimestrielles désaisonnalisées, taux annuels



**Demande intérieure et demande extérieure**

L'essor de la demande globale au sein de notre économie en 1973 a témoigné de la vigueur simultanée de la dépense à l'intérieur du pays ainsi qu'à l'étranger. Sur le plan intérieur, le dynamisme de la dépense est dans une large mesure attribuable à la progression rapide et ininterrompue des dépenses des ménages et de la construction de logements. Il a de plus reçu une impulsion appréciable des investissements du secteur privé en outillage et en équipement, qui a enregistré une vive expansion après une longue période de croissance relativement modérée.

La dépense des ménages en biens et en services a, pour la seconde année consécutive, accusé une hausse vigoureuse, qui s'est établie à près de 15%. Si cette augmentation découle en partie du renchérissement du coût de la vie, sur-tout du prix des denrées alimentaires et des produits énergétiques, le pourcentage de gain en termes réels a néanmoins sensiblement dépassé celui de la demande globale canadienne. Les

achats de biens durables et semi-durables ont constitué un important soutien. La vive hausse des dépenses consacrées à l'achat de voitures neuves, qui avait constitué un des traits caractéristiques des derniers mois de 1972, s'est poursuivie durant les premiers mois de 1973, et les dépenses pendant le reste de l'année et les premières semaines de 1974 ont maintenu une cadence proche du rythme record atteint au cours du premier trimestre de 1973. Les dépenses consacrées aux autres biens durables et semi-durables ont vivement progressé toute l'année durant, sous la pression notamment des demandes liées à la continuation de la vive expansion de la construction résidentielle. Les mises en chantier de logements, au nombre de 268,000 en 1973, ont établi un nouveau record pour la troisième année consécutive. Bien que le nombre de logements terminés ait pour la première fois franchi le cap des 247,000, les données disponibles font état d'un pourcentage toujours très faible de logements inhabités. La

de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole, a créé dans tous les pays importateurs de pétrole un sérieux climat d'incertitude ainsi que de graves problèmes. Toutefois, les répercussions immédiates de ces développements ont moins affecté le Canada que la plupart des autres pays. L'industrie et les consommateurs canadiens ont généralement continué à pouvoir s'approvisionner, bien qu'à des prix plus élevés dans l'Est du pays, et l'escalade des prix du pétrole sur les marchés internationaux n'influencera guère le solde du poste pétrole de la balance commerciale du Canada.

À la fin de l'année et pendant les premières semaines de 1974, les grands secteurs de la demande au sein de l'économie canadienne ont continué de faire montre d'une vigueur considérable, et les pressions sur la capacité de l'appareil de production ne se sont pas relâchées. La nette accélération de la production enregistrée durant les derniers mois de 1973 s'explique en grande partie par le rattrapage consécutif aux effets des arrêts de travail survenus au cours de l'été. L'emploi a également marqué un vif essor au quatrième trimestre et une nouvelle progression non négligeable en janvier 1974. Les exportations se sont encore accrues en janvier, même si la perspective d'un certain affaiblissement de la demande étrangère de produits canadiens peut être envisagée en raison du ralentissement marqué de l'activité enregistré dans plusieurs grands marchés d'exportation du Canada, notamment aux États-Unis. La demande intérieure a continué de faire preuve de beaucoup de fermeté. Contrastant avec la situation aux États-Unis, les ventes de voitures neuves et les mises en chantier de logements sont restées élevées chez nous durant les derniers mois de 1973 et les premières semaines de 1974. En outre, les indicateurs mensuels de l'évolution en cours laissent prévoir que les dépenses en immobilisations des entreprises canadiennes se poursuivront avec vigueur dans le proche avenir. Les données concernant les intentions d'investissement des entreprises confirment que le rythme des dépenses en biens de capital continuera d'être rapide en 1974.

nous trouvons une poussée exceptionnelle de la demande et de la production dans tous les principaux pays industrialisés. Au cours du second semestre de 1972 et du premier semestre de 1973, le P.N.B. réel de l'ensemble des grands pays membres de l'O.C.D.E., qui se situait déjà à un niveau relativement élevé, s'est accru à un rythme pour ainsi dire inégal jusqu'à la. L'escalade de la demande de matières industrielles qu'il a entraînée est venue aggraver les problèmes d'approvisionnement dans certains secteurs, particulièrement ceux qui découlaient des décevantes récoltes céréalières faites dans plusieurs grands pays producteurs en 1972. Encore que le rythme d'expansion ait eu tendance à se ralentir quelque peu dans les principaux pays industrialisés au cours du deuxième semestre de l'année, la hausse rapide du prix des principales matières premières industrielles et agricoles s'est poursuivie pendant toute l'année 1973.

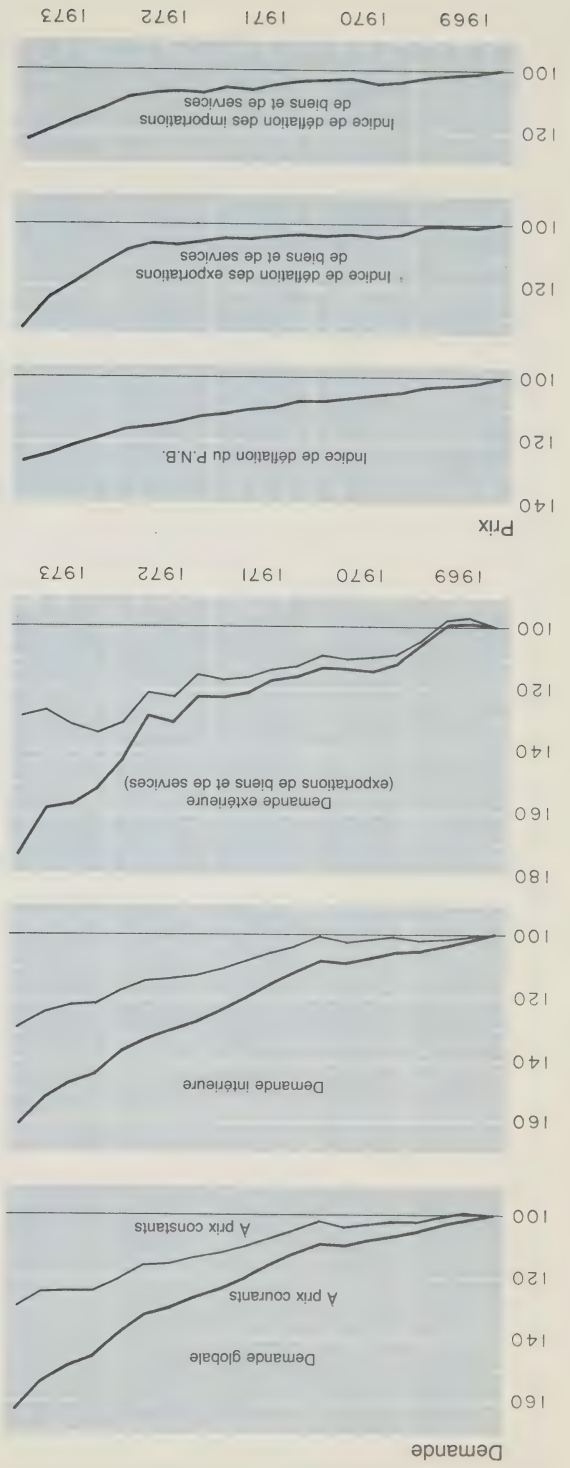
Le ralentissement de la production des principaux pays industrialisés au second semestre de 1973 s'explique partiellement par le caractère restrictif des politiques de la demande mises en œuvre dans un certain nombre de pays, mais il est également évident que les limites de l'appareil de production et les difficultés d'approvisionnement ont constitué d'importants facteurs négatifs. Cette situation s'est surtout fait sentir aux États-Unis. Dans ce pays, la production, qui avait enregistré une très rapide expansion au cours des mois d'hiver, a visiblement ralenti par la suite, même si la demande globale a continué de faire preuve de vigueur. Toutefois vers les derniers mois de l'année des symptômes de modération de la demande sont apparus; les mises en chantier de logements ont faibli considérablement, de même que le marché des voitures, qui au début de l'année avait été très prospère. Le fléchissement des ventes de voitures est dû en partie aux réactions des consommateurs devant la difficile situation pétrolière.

La réduction de la production annoncée en octobre par les principaux pays arabes producteurs de pétrole, conjuguée à l'embargo sur les exportations vers certains pays et au net renchérissement du brut imposé par les membres

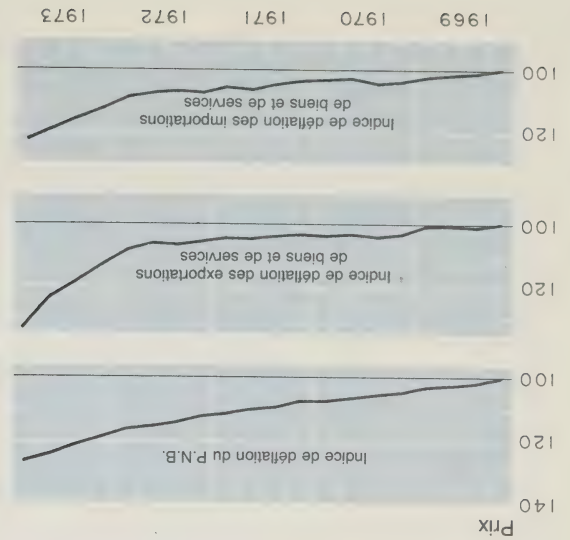
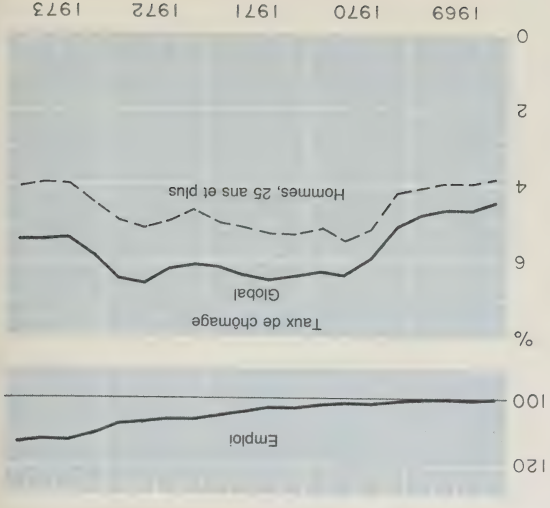


# Principaux indicateurs économiques

1<sup>er</sup> trim. 1969 = 100, données désaisonnalisées



## Marché du travail





L'année 1973 a été caractérisée par un niveau exceptionnellement élevé d'activité économique, par une vive progression des revenus et dans l'ensemble par une utilisation maximale de la capacité de production. Pour l'ensemble de l'année, l'accroissement de la production s'est établi à plus de 7%, chiffre nettement supérieur à tous les taux jamais enregistrés pour une année depuis le milieu de la décennie soixante. Le taux de croissance de l'emploi a dépassé les 5%, manifestant une vigueur sans précédent depuis quelque vingt-cinq ans. Malgré le nombre exceptionnellement élevé des nouveaux arrivés sur le marché du travail, le taux de chômage a notablement régressé par rapport au niveau auquel il se situait durant les deux années antérieures.

Une des caractéristiques remarquables de l'année a été que les principaux secteurs économiques et les principales régions du pays ont bénéficié de la progression du revenu et de l'emploi. Les industries manufacturières secondaires ont une fois de plus enregistré une année prospère. Le resserrement de l'offre mondiale de produits alimentaires ainsi que le vif renchérissement d'un vaste éventail de produits de l'agriculture et de la pêche ont eu des répercussions importantes sur les revenus de ces secteurs; les revenus du secteur agricole qui, au cours des dernières années s'étaient laissés distancer par ceux des autres secteurs, ont

enregistré une très forte hausse en 1973, particulièrement dans l'Ouest du pays. À la faveur notamment du dynamisme extraordinaire de la demande mondiale, les industries primaires ont enregistré des niveaux élevés d'activité et une progression remarquable de leurs revenus.

Dans cette conjoncture, le Canada a subi une hausse exceptionnellement rapide des prix en 1973. L'indice des prix dérivé du P.N.B. a été en moyenne de 7% plus élevé qu'un an plus tôt, tandis que l'indice des prix à la consommation augmentait de 9% au cours de l'année, accusant une avance particulièrement sensible dans le cas des produits alimentaires et énergétiques. La montée rapide des prix au Canada a été étroitement liée à l'inflation des coûts des matières premières à l'échelle mondiale. La montée en flèche du prix d'un grand nombre de produits canadiens d'exportation, denrées agricoles et produits de base, s'est traduite par un renchérissement de ces produits sur le marché intérieur. Les produits importés ont également fort renchéri, exerçant une pression particulièrement marquée sur les coûts des produits alimentaires. Au second semestre, le relèvement du prix du pétrole par les principaux pays producteurs a provoqué des hausses importantes du prix des produits pétroliers dans l'Est du pays.

À l'origine de l'essor enregistré l'an dernier par les marchés mondiaux de matières premières,

de capitaux. Le 30 janvier 1974, le ministre des Finances et son collègue de l'Industrie et du Commerce annonçèrent le retrait des directives canadiennes. Dans son communiqué, le ministre des Finances faisait remarquer qu'il ne retirait toutefois pas sa demande aux emprunteurs canadiens d'étudier soigneusement les possibilités offertes par le marché des capitaux canadiens avant de lancer des émissions à l'étranger. Le texte de ces communiqués est reproduit en annexe au présent Rapport.

\* \* \* \*

Il est manifeste que l'économie du Canada doit faire face en 1974 à un climat fortement marqué d'incertitudes d'origine étrangère et sur lequel nous n'avons guère de prise. L'activité économique est en perte de vitesse dans les grands pays d'outre-mer et aux États-Unis et sera probablement languissante pendant le premier semestre de 1974. L'éventail des possibilités conjoncturelles qui peuvent se présenter après le milieu de l'année est vaste. Si les ajustements que requiert la situation pétrolière peuvent être accomplis sans perturber le commerce international, il y a de bonnes chances que la production mondiale reprenne bientôt une forte courbe ascendante. Toutefois, nous ne pouvons pas écarter la possibilité que la situation évolue moins favorablement, ce qui constitue la principale incertitude pesant actuellement sur les perspectives de l'économie canadienne.

La conjoncture pétrolière semble avoir des conséquences directes moins graves pour l'économie canadienne que pour celle de presque tous les autres pays développés, vu que dans l'ensemble notre production d'hydrocarbures est à peu près à la mesure de nos besoins. Cependant, l'incidence de la pénurie dans d'autres pays pourrait bien rendre plus nombreux les goulots d'étranglement et les difficultés d'approvisionnement que connaît l'industrie canadienne, en particulier les secteurs qui dépendent fortement des marchés étrangers pour leur approvisionnement en produits dérivés du pétrole, comme les matières pétrochimiques et les plastiques. Il va de soi que la flambée des

prix mondiaux du pétrole a de profondes répercussions sur les coûts et les prix au Canada. Elle soulève également de difficiles problèmes de transfert de revenus, encore qu'ils soient d'ordre purement intérieur et n'entraînent pas, en termes nets, de transferts massifs de fonds vers l'étranger, comme c'est le cas dans bien d'autres pays.

Ainsi, la conjoncture actuelle prédipose davantage le Canada que les États-Unis et que bien des pays d'outre-mer à une croissance économique marquée en 1974; déjà un écart est apparu entre les taux de croissance économique. Pour autant que les choses n'aillent pas trop mal, l'année à mesure que l'activité économique aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer reprendra son élan.

Si l'on regarde un peu plus loin, on voit en perspective pour le Canada une situation caractérisée par une vigueur fondamentale de la demande, vu que nous avons déjà abordé une période d'investissement très considérable en biens de production neufs destinés à satisfaire les besoins intérieurs et extérieurs. Pour autant que cette prévision soit justifiée, nous sommes bien placés pour atteindre cet objectif national qui consiste à maintenir un haut niveau d'emploi. Si nous voulons également réussir à mieux endiguer l'inflation, il nous faudra veiller à ne pas aggraver, en permettant une croissance excessive de la demande intérieure, celle qui sévit déjà. C'est seulement en agissant ainsi que nous pourrions profiter pleinement de la modération de la pression extérieure sur les prix, qui finira bien par se produire.

moins que ne soit massivement renforcée l'aide industrialisées, soit indirectement par l'intermédiaire des organismes internationaux de développement.

Lors d'une réunion tenue à Rome en janvier de cette année, le Comité du Conseil des Gouverneurs du Fonds Monétaire International sur la réforme du système monétaire international et les questions connexes, connu sous le nom de Comité des Vingt, a exprimé ses graves préoccupations devant les répercussions sur l'économie mondiale du vif renchérissement du pétrole. Le Comité a préconisé la plus étroite coopération et la plus étroite consultation sur le plan international en vue de trouver des solutions aux problèmes de certains pays sans aggraver ceux des autres. Il a convenu que, étant donné les circonstances, priorité devait être donnée aux aspects de la réforme monétaire internationale qui ont le plus de chances d'être mis en œuvre dans un proche avenir, tandis que l'accord sur d'autres aspects de la réforme pouvait faire l'objet de dispositions opérationnelles qui seraient appliquées à une date ultérieure. Le Comité a décidé qu'il s'efforcerait de terminer ses travaux au cours d'une réunion qui sera tenue à Washington les 12 et 13 juin 1974. Il a également convenu qu'au terme de ses travaux, il serait remplacé, tout d'abord à titre intérimaire puis à titre permanent, par un organisme ayant à peu près la même composition, qui se situerait entre le Conseil plénier des Gouverneurs et le Conseil d'administration du F.M.I. et aurait les pouvoirs de décision nécessaires pour administrer et adapter le système monétaire, pour veiller au fonctionnement continu du processus d'ajustement et pour réagir aux perturbations soudaines qui risqueraient de mettre en danger le système.

Le 29 janvier 1974, le gouvernement des États-Unis a annoncé la réduction à zéro du taux de l'impôt de péréquation des intérêts et la fin des programmes visant à limiter les sorties de capitaux. Le Canada avait été presque entièrement exempté de ces mesures en vertu d'un accord comportant pour notre pays l'application d'un ensemble de directives relatives aux sorties

celle qui avait été annoncée au début de 1973. Ces décisions, combinées aux réductions de production annoncées par les principaux pays producteurs arabes en octobre et à l'institution d'un embargo sur les exportations de pétrole vers les États-Unis et vers certains autres pays, ont créé de graves problèmes.

L'évolution de la situation pétrolière a donné une nouvelle vigueur à la hausse des prix dans tous les pays à un moment où l'augmentation des prix des matières premières sur les marchés mondiaux semblait perdre un peu de son intensité. Pendant un certain temps il parut vraisemblable que la réduction de la production aggraverait à tel point les goulots d'étranglement existants que l'activité industrielle dans le monde se trouverait engagée dans la voie d'un ralentissement attribuable aux difficultés d'approvisionnement. Ce danger est devenu moins imminent depuis que les mesures de réduction de la production ont été adoptées, encore que la pénurie de pétrole ou la crainte d'en manquer puissent aggraver le ralentissement — qui déjà se faisait sentir — de la croissance économique dans le monde. L'escalade des prix pétroliers exercera un sérieux effet modérateur sur la demande dans les pays consommateurs de pétrole, du simple fait qu'elle laissera aux gens moins d'argent à consacrer à d'autres achats.

Si les prix du pétrole devaient être maintenus à leur niveau actuel, il est certain que les conséquences sur la balance des paiements des pays importateurs de pétrole, qu'ils soient industrialisés ou en voie de développement, seraient déplorables. Les pays industrialisés veraient probablement le solde excédentaire global dégagé traditionnellement par leur balance des paiements courants remplacé par un déficit d'une ampleur sans précédent — une différence qui s'établirait à plusieurs dizaines de milliards de dollars et qui ne serait supportable que si ces pays acceptaient des entrées massives de capitaux en provenance des pays exportateurs de pétrole. De plus, le déficit des paiements courants des pays en voie de développement atteindrait probablement un niveau que ces derniers seraient absolument incapables de supporter longtemps, à



satisfaisant, il y a une tendance naturelle à pers-  
mettre un taux d'expansion monétaire trop  
rapide. En outre, la prévision économique étant  
nécessairement imparfaite, on est fortement tenté  
dans de telles circonstances de surmonter dès  
développements à court terme fâcheux en  
accélérant le taux de croissance monétaire. D'ail-  
leur, le sentiment que l'expansion monétaire rapide  
enregistrée un peu partout dans le monde pen-  
dant les deux années qui ont précédé l'essor  
économique du second semestre de 1972 et du  
début de 1973 illustre bien ce problème fonda-  
mental.

A la lumière de ces considérations, je com-  
prends assez facilement la thèse souvent  
avancée qui prône une plus grande stabilité dans  
le temps de la croissance monétaire, bien que je  
sache les diverses difficultés que comporte une  
telle approche. Il n'entre certes pas dans les in-  
tentions de la Banque du Canada de fonder  
ses opérations sur une formule mécaniste;  
néanmoins, dans l'élaboration de la politique  
qu'elle trouve appropriée, elle accorde une im-  
portance assez considérable à la tendance  
générale de la croissance monétaire.

\* \* \* \*

Un des aspects décevants de la tenue de  
l'économie canadienne en 1973 est que, même si  
le taux de chômage s'est établi selon les statisti-  
ques à environ 5 1/2% et a donc été sensiblement  
supérieur au taux souhaité, nous avons atteint,  
semble-t-il, les limites effectives de l'appareil de  
production en même temps qu'une situation  
caractérisée par une rareté de la main-d'œuvre. Il  
va de soi que le stock de capital et la réserve de  
main-d'œuvre vont continuer de croître, mais il  
sera important, si nous voulons éviter de provo-  
quer de fortes pressions inflationnistes au sein de  
notre économie, de reconnaître que nos res-  
sources ont des limites qui ne pourront proba-  
blement pas être reculées à brève échéance. En  
ce début de 1974, de sérieux problèmes de  
pénurie affectent divers secteurs de notre  
économie. Dans ces circonstances, il se peut fort  
bien que l'on peut raisonnablement considérer

comme compatible avec la capacité productive  
de l'économie en 1974 soit inférieur à son poten-  
tiel moyen de croissance à long terme. Il convient  
de ne pas perdre cette possibilité de vue si nous  
voulons mener des politiques de la demande qui  
ne poussent pas l'économie trop près des limites  
physiques de l'appareil productif et qui, par  
conséquent, évitent de compliquer nos pro-  
blèmes en créant des pressions inflationnistes.  
Canada, tout comme dans d'autres pays, a été  
l'an dernier très peu satisfaisante. Malheureuse-  
ment, il n'est pas réaliste de s'attendre à une  
amélioration rapide de l'évolution des prix à  
l'échelon national, en partie parce que le  
renchérissement déjà enregistré ne s'est pas en-  
core répercuté à tous les niveaux de la structure  
des coûts. Toutefois le rythme actuel d'inflation  
ralentir dans un avenir un peu plus éloigné,  
d'autant plus qu'il y a de bonnes raisons de  
s'attendre que les prix mondiaux des matières  
premières, qui ont exercé une influence si impor-  
tante au cours de la récente flambée, finiront bien  
par plafonner ou par fléchir.

Le dynamisme de la demande constaté à  
l'échelle mondiale en 1973 a contribué à em-  
pêcher que la grave crise qui a secoué les  
marchés internationaux de change en février et  
au début de mars n'ait de conséquences  
défavorables ni sur le climat dans les milieux  
d'affaires ni sur le commerce international. Bien  
qu'ils aient fait preuve à court terme d'une vive  
instabilité, les taux de change provenant des  
modifications apportées ces dernières années  
ont dans l'ensemble contribué à produire des  
ajustements souhaitables dans la balance des  
paiements des principaux pays industrialisés.  
Celle des Etats-Unis, en particulier, s'est forte-  
ment redressée, évolution qui constitue un élé-  
ment essentiel de tout progrès vers un sys-  
tème monétaire international mieux ordonné.  
Malheureusement, l'économie mondiale a dû  
affronter de nouvelles et très graves tensions  
provenant de la décision prise par l'Organisation  
des pays exportateurs de pétrole d'ajouter deux  
augmentations substantielles de prix du brut à



Le comportement du loyer de l'argent depuis le printemps dernier confirme que l'on a actuellement au Canada la situation monétaire mieux en main. L'influence réciproque de la vive demande de fonds et de la nouvelle orientation de la politique monétaire, dans un contexte international caractérisé par une forte hausse des taux d'intérêt, s'est traduite par une sensible majoration du prix de l'argent au Canada pendant l'année 1973. Bien que la Banque du Canada n'ait pas poussé l'exécution de sa politique au point de faire progresser le loyer de l'argent à court terme au Canada jusqu'aux sommets atteints l'an dernier aux Etats-Unis et sur les autres principales places financières à l'étranger, la hausse a quand même été très sensible. Ainsi les taux représentatifs du papier à court terme étaient à la fin de l'année de quelque 5% plus élevés qu'au début de 1973. Le taux de base appliqué par les banques à charte sur les gros prêts avait progressé de 3 1/2% et les taux créditeurs représentatifs marquaient une augmentation du même ordre. La Banque du Canada a relevé le taux d'escompte à cinq reprises, le portant de 4 3/4% à son niveau actuel de 7 1/4%.

Le dynamisme qui a caractérisé la demande de crédit en 1973 indique clairement qu'une politique plus ferme de restriction de la croissance du système bancaire aurait entraîné le loyer de l'argent vers des niveaux encore plus élevés — peut-être même beaucoup plus élevés — que ceux qui ont été observés. On peut prétendre qu'il eût mieux valu qu'il en fût ainsi, que si les niveaux atteints par le prix de l'argent à court terme étaient élevés en comparaison avec l'expérience passée, en fait ils ne l'étaient pas tellement, compte tenu de l'évolution des prix, tout particulièrement des prix d'un grand nombre de marchandises achetées avec des fonds empruntés. Ainsi, par exemple, lorsque les prix de gros montent de 25% par année, on ne peut guère affirmer que le coût du financement des stocks à des taux d'intérêt de l'ordre de ceux de 1973 ait vraiment nui à la formation des stocks, même en considérant les risques courus. De même, si l'on

Lorsqu'on analyse l'évolution observée au Canada et dans d'autres pays sur une longue période, on peut difficilement ne pas avoir l'impression que, de temps à autre, la croissance monétaire s'est écartée davantage et plus longtemps d'un rythme de progression raisonnablement constant qu'il ne semblerait souhaitable a posteriori. Vu que la politique monétaire agit avec un certain retard, on ne constate toutes les conséquences de ces écarts que longtemps après qu'ils se sont produits. C'est d'ailleurs une des raisons pour lesquelles ils ont pu avoir lieu. On comprendra sans peine, par exemple, qu'aussi longtemps qu'une économie fonctionne bien au-dessous d'un niveau considéré comme

En tout état de cause, il appert maintenant que nous avons réussi à éviter une modification brutale de la politique de prêt des banques à charte et de l'offre globale de crédit hypothécaire. De fait, le crédit bancaire a continué de se développer rapidement durant toute l'année 1973, tout comme les bilans des banques et la masse monétaire globale détenue par le public, dépôts à terme compris.

Il convient toutefois pour interpréter les enseignements fournis par ces indicateurs pour les quelques derniers mois de l'année, de tenir compte qu'une certaine proportion des flux financiers orientée précédemment vers les circuits non bancaires a été acheminée vers les banques. Ainsi, un montant considérable de fonds, qui en d'autres temps aurait peut-être servi à financer l'achat d'obligations d'épargne du Canada, a été attiré vers les banques et placé sous forme de dépôts personnels à terme. En outre, au second semestre de 1973, la croissance rapide des dépôts bancaires productifs d'intérêt et du crédit octroyé par les banques a eu notamment pour corollaire une réduction temporaire de l'encours du papier commercial. L'augmentation des prêts bancaires et des dépôts à terme a été particulièrement rapide de quelques semaines de décembre pendant lesquelles le taux d'intérêt du papier à court terme a été sensiblement supérieur au taux débiteur préférentiel des banques. Durant cette brève période, la Banque du Canada a choisi, à la lumière des incertitudes créées par le problème pétrolier quant aux perspectives de l'économie mondiale, de tempérer l'accentuation de la pression sur les taux d'intérêt. Cette pression a considérablement fléchi après le nouvel an. La progression des prêts bancaires s'est ralentie depuis le début de 1974, bien que le bilan total des banques ainsi que la masse monétaire selon ses définitions larges aient continué d'enregistrer une vive expansion.

Par contre, le taux moyen de croissance de la masse monétaire, non compris les dépôts à terme, a manifestement baissé depuis le second trimestre de 1973. Cet indicateur moins sensible aux modifications temporaires des circuits de financement est assez généralement considéré

aurait simplement eu pour effet d'intensifier la pression déjà croissante sur les prix et sur les coûts, sans contribuer de façon significative à la progression de l'emploi et de la production.

À mesure que se précisaient les signes de cette évolution conjoncturelle, la Banque du Canada prenait des mesures visant à modérer le rythme d'expansion de la monnaie et du crédit. La liquidité du système bancaire, qui avait été étroitement réglée depuis un certain temps, fut l'objet à partir du début de 1973 de contraintes supplémentaires; le loyer de l'argent à court terme se mit alors à grimper. En avril, la Banque releva le taux d'escompte et engagea des conversations avec les dirigeants des banques à charte afin d'en arriver à une modération de leurs politiques de prêt.

La Banque du Canada a expliqué aux banques et au public que la conjoncture réclamait un ralentissement plutôt qu'un arrêt brutal de la progression du crédit bancaire. Les banques ont été encouragées à s'efforcer d'atteindre cet objectif d'une manière qui, comme elles le souhaitaient d'ailleurs elles-mêmes, pénaliserait le moins possible la petite entreprise, ainsi que la clientèle des régions où l'essor économique accuse un certain retard. Elles furent également priées de maintenir une continuité raisonnable du flux de crédit hypothécaire.

S'il était manifestement souhaitable d'atténuer le degré de stimulation monétaire inusée dans l'économie, la Banque tenait aussi à éviter tout changement d'attitude si brutal ou si soudain qu'il risquerait de perturber les marchés financiers ou de compromettre la continuation de la croissance économique. Cette tentative d'opérer une transition ordonnée vers un ralentissement de l'expansion de la monnaie et du crédit ne pouvait bien entendu se faire du jour au lendemain puisqu'elle devrait compter avec une progression tenace de la demande de monnaie et de crédit sur les marchés financiers. Elle ne pouvait non plus manquer d'accentuer le mouvement à la hausse des taux d'intérêt à court terme au Canada, qui déjà se ressentaient de la vive ascension du loyer de l'argent aux États-Unis et en Europe.

En 1973, l'économie canadienne a commencé à toucher aux limites de sa capacité de production, et la Banque du Canada s'est assigné comme objectif principal d'atténuer le degré de stimulation expansionniste fourni jusque-là par la politique monétaire.

Au cours de la période de plus de deux ans précédant les premiers mois de 1973, la politique menée par la Banque du Canada avait favorisé l'aisance du crédit bancaire et permis un taux exceptionnellement élevé d'expansion monétaire au Canada. Comme prévu, cette politique a facilité la forte progression de la dépense, de la production et de l'emploi qui était nécessaire pour ramener l'économie canadienne à un niveau d'activité satisfaisant.

Presque tous les grands pays industrialisés ont mené au cours de cette période des politiques monétaires et fiscales fortement expansionnistes et guère différentes de celles poursuivies au Canada; aussi les résultats obtenus ont-ils été assez semblables et se sont-ils renforcés mutuellement. Un grand nombre des pays qui ont pratiqué une politique monétaire d'aisance relative visaient entre autres à éviter ou à restreindre l'appréciation de leur monnaie, face aux tensions croissantes dont la structure existante des taux de change était l'objet. Le niveau de la dépense nationale dans les divers pays a d'abord progressé lentement, ensuite rapidement, entraînant une accélération de l'activité éco-

nomique. Dès les premiers mois de 1973, le renforcement rapide de la demande avait porté le taux d'utilisation de la capacité productive à ses limites aussi bien aux États-Unis qu'en Europe et au Japon. Au Canada également, la vive accélération du rythme d'expansion vers la fin de 1972 et au début de 1973, attribuable partiellement à des influences extérieures avait dès le printemps amené l'économie aux limites de ses capacités. L'essor marqué de la production industrielle dans le monde occidental a donné lieu à des pressions intenses sur l'approvisionnement en matières de base, phénomène qui a coïncidé avec de médiocres récoltes céréalières dans un certain nombre de pays et avec d'autres problèmes spéciaux relatifs à l'approvisionnement mondial en produits alimentaires. Dans ces circonstances, la vigueur persistante de la demande mondiale a provoqué une hausse en spirale des prix agricoles et industriels d'une intensité jamais connue par les sociétés modernes en temps de paix.

Sur la scène économique intérieure, des goulots d'étranglement au niveau de la production, un gonflement des carnets de commandes et des délais de livraison se sont manifestés bien plus tôt que prévu, de sorte qu'il devenait évident que l'expansion de la production ne pouvait se poursuivre à cette cadence exceptionnelle. Une continuation de la politique monétaire fortement expansionniste pratiquée depuis quelque temps







# Banque du Canada

## Rapport du Gouverneur — 1973

5	OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL
11	COUP D'OEIL RÉTROSPECTIF SUR 1973
11	La conjoncture économique
14	Demande intérieure et demande extérieure
16	Offre — production et importation
18	Le marché du travail
20	Revenus, coûts et prix
24	L'évolution de la situation financière
33	Les opérations de la Banque du Canada
33	La politique monétaire
34	La gestion de la dette publique
36	Les opérations en devises étrangères
37	TABLEAUX EN ANNEXE
42	SUPPRESSION DES LIGNES DIRECTRICES SUR LES SORTIES DE CAPITAUX
	Communiqué publié par le ministère des Finances
	Communiqué publié par le ministère de l'Industrie et du Commerce
43	ÉTATS FINANCIERS DE LA BANQUE DU CANADA
47	CONSEIL D'ADMINISTRATION
48	DIRECTION ET CADRES
49	AGENCES

le 28 février 1974

L'honorable John-N. Turner, c.p.  
Ministre des Finances  
Ottawa (Ontario)

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions

de la Loi sur la Banque du Canada, j'ai

l'honneur de vous remettre ci-joint mon

rapport pour l'année 1973 ainsi qu'un état

des comptes de la Banque pour l'exercice

clos le 31 décembre dernier, signé et

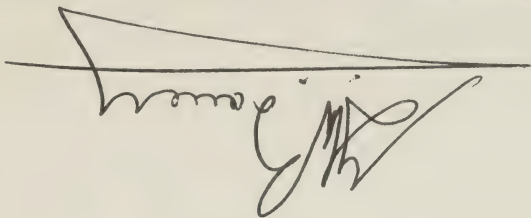
certifié de la façon prescrite par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le

Ministre, l'expression de mes sentiments

distingués.

Le Gouverneur,





Banque du Canada  
245, rue Sparks  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9



# Banque du Canada

Rapport annuel du Gouverneur  
au Ministre des Finances  
et relevé de comptes pour l'année

**1973**

A1  
W 73  
A 55

*Canada*  
**Bank of Canada**



*Report*

Annual report of the Governor  
to the Minister of Finance  
and statement of accounts for the year

**1974**

Bank of Canada  
245 Sparks Street  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9

Canada

Bank of Canada

Report

CAI

FN 73

- A 55



Bank of Canada · Banque du Canada    Ottawa K1A 0G9

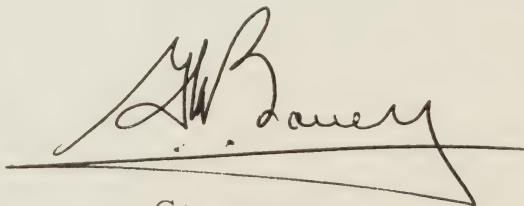
February 28th, 1975

The Hon. John N. Turner, P.C.,  
Minister of Finance,  
Ottawa, Ontario.

Dear Mr. Turner,

In accordance with the  
provisions of the Bank of Canada Act  
I am transmitting herewith my report  
for the year 1974 and a statement of the  
Bank's accounts for this period, signed  
and certified in the manner prescribed  
in the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read "A.G. Bailey", is written over a horizontal line. The signature is fluid and cursive.

Governor

# **Bank of Canada**

## **Report of the Governor - 1974**

<b>General Observations</b>	5
<b>Economic Developments</b>	11
Domestic and External Demand	14
Production and Imports	16
Labour Markets	16
Incomes, Costs and Prices	18
<b>Financial Developments</b>	21
Interest Rates	21
The Money Supply	23
Funds Supplied by Financial Institutions and Markets	26
<b>Bank of Canada Operations</b>	31
Monetary Policy Operations	31
Debt Management	32
Foreign Exchange Operations	34
<b>Appendix Tables</b>	36
<b>Withdrawal of Foreign Borrowing Guidelines</b>	42
Department of Finance Press Release	
<b>Financial Statements</b>	43
<b>Board of Directors</b>	47
<b>Officers</b>	48
<b>Agencies</b>	49



## General Observations

---

Like most of its trading partners, Canada has moved into a period of cyclical weakness in economic activity. Throughout the industrial countries the trend of output has slowed or turned downward and unemployment has been rising. Although the present economic environment is conducive to a moderation of the recent rapid pace of inflation, its effects on the trend of prices are only beginning to be felt and are being impeded by continuing rapid increases in costs. Meanwhile the world economy is struggling to deal with the balance of payments deficits and other difficulties arising from the quadrupling of oil prices a year ago. The world economy is thus currently confronted with an unusually difficult combination of problems. There is, however, a reasonable prospect that the low point in world economic activity will be reached before long and that some recovery in a less inflationary environment may be evident by the end of the year.

The Canadian economy has experienced a marked slackening of the growth of aggregate spending and of output since the first quarter of 1974. At that time Gross National Expenditure in money terms was still rising at a rate of about 20 per cent a year, but in the middle quarters of 1974 the rate of increase fell back to 15 per cent a year, and in the final quarter it fell further. Demand has weakened both in foreign markets for many of our exports and in major elements of domestic

expenditure such as outlays for new housing, automobiles and consumer durables. By contrast, demand for imported goods and services has remained relatively strong.

Up to the present the rapid pace of increase in the price level in Canada has continued largely unabated, although the forces propelling it have changed substantially. Prices in Canada are no longer subject to the influence of sharply rising international commodity prices nor, apart from a few exceptions, to the upward pull of excessive foreign and domestic demand on industries already producing to the limits of their capacity. Instead, prices are now being pushed up by cost increases in markets where sales are clearly lagging well behind our growing productive capacity. The prices of internationally-traded industrial materials have been softening since mid-1974. Signs have also begun to appear that this softening of prices may be spreading into the area of agricultural commodities. On the other hand, the prices of manufactured and processed goods are in general continuing to rise strongly. Since primary commodities bulk large in Canada's exports and manufactured goods in its imports, the current trends in international prices are reversing the benefits that we have gained over the past two years from the more rapid increase in the prices of our exports than of our imports.

With the flow of spending rising much less strongly than a year ago but with little perceptible slackening as



yet in the rate of increase of prices, the volume of sales and output in the Canadian economy has levelled off, and in the closing months of 1974 contracted in absolute terms. In response to this downturn in production the growth of employment has also begun to slacken off, and the number of people reported as without jobs and seeking work has turned sharply upwards. The emerging weakness of demand has affected some industries and regions more than others; in the Prairie Provinces the flow of income has remained exceptionally strong. During the year Canada's international balance of payments on current account swung heavily into deficit, and by the fourth quarter the deficit had risen to an annual rate of around \$4 billion.

In most industrial countries the slowdown in economic activity began several months earlier than in Canada and has gone considerably further. For the whole group of OECD countries output in 1974 was little if any above that in 1973, and in Canada's three most important trading partners – the United States, Japan and Britain – it fell substantially below that of the previous year. In the United States the level of output by the fourth quarter of 1974 was down by about five per cent from that of the same quarter a year earlier, while output in Canada, though not as high as in the spring and summer, was nevertheless running at about the same level as in the final quarter of 1973. By January of this year the unemployment rate in the United States had risen to 8.2 per cent of the labour force; in Canada it had risen to 6.7 per cent. In both countries consumer prices have continued to rise rapidly at closely similar rates, but in recent months wage and salary increases in Canada have been running substantially higher on average than in the United States.

The course of events in the rest of the industrial world has varied from one country to another in respect of the timing and intensity of the slowdown in output, the pace of the continuing inflation of costs and prices, and the degree of weakness in balance of payments positions. In spite of such differences there has been a broad similarity of pattern reflecting the operation of common forces.

The origin of these common forces was the recent world-wide inflationary boom, a boom generated by the highly expansionary monetary and fiscal policies followed in virtually all of the major industrial countries in an effort to restore high levels of output and

employment following the economic slowdown in 1970. This was a period of acute international monetary instability, and in retrospect it appears that policies in many countries were unduly influenced by fear of the domestic consequences of relatively strong exchange rates. In time these policies resulted in a rapid increase in public and private spending which was mutually reinforced through international trade. Production surged ahead in most countries at roughly the same time, and by 1973 had reached levels which tended to outrun world supplies of primary commodities. At the same time it created all sorts of other shortages and extremely tight labour markets. In these circumstances price increases grew larger, more frequent and more general. The inflationary process was substantially reinforced by shortfalls in supplies of food grains and animal feeds, and later by a four-fold rise in the world price of oil.

The world economy has now reacted to these cumulative excesses and it is, in a sense, in a state of hangover. It is trying, painfully, to work off the economic distortions that have occurred and to find its way back to economic stability.

During 1973 the highly expansionary financial policies that had led to the overloading of their economies were trimmed back in many countries. Had they not been adjusted these policies would have intensified the spreading distortions and imbalances, and invited even more serious economic trouble than the world is now experiencing. Moreover, when late in 1973 a number of countries heavily dependent on imported oil suddenly faced the prospect of massive balance of payments deficits, they had little choice but to take prompt action to moderate the excessively rapid growth of domestic demand.

In seeking to reduce the degree of demand pressure on their economies, none of the industrial countries was aiming at the drastic measures required to bring inflation to a halt in a relatively short period of time. The aim of most countries was rather to restore an adequate margin of spare productive capacity in an attempt to achieve over time a restoration of economic growth with reasonable stability of prices. The problem was greatly exacerbated by the oil situation but, nevertheless, subsequent events provide an illustration of how difficult it can be for countries to find and follow a relatively smooth path back to economic stability once the forces of inflation have been permitted to gain so much momentum.

From early 1973 to the late summer of 1974 the monetary policy followed in Canada was directed at offering increasingly strong resistance to the excessively rapid growth of aggregate spending that was then occurring. Although the total quantity of goods and services that the Canadian economy is physically capable of producing cannot be expected to increase by much more than about five per cent annually, the rate of increase of national expenditure in money terms reached a peak of about 20 per cent a year as recently as late 1973 and early 1974. The longer such a high rate of growth of aggregate spending continued, the longer a high rate of inflation of the general price level would have been inevitable.

Throughout this period the Bank of Canada was trying to reduce the degree to which the insistent demand for credit was being accommodated through the process of monetary expansion rather than allowed to generate its own feedback effects in the form of progressively higher interest rates. The persistent rise in interest rates was very strongly reinforced by the influence of rapidly rising interest rates in the United States and Europe. As interest rates rose, the rapid rate of growth of the public's money holdings in the form of currency and demand deposits (the forms of money which serve as the principal medium for making payments in Canada) slackened both in absolute terms and in relation to the growth of national income.

During this same period the growth of the more broadly-defined money supply continued at high rates because there was a rapid and indeed accelerating expansion of the public's deposit holdings in interest-bearing forms, especially shorter term deposits. In recent years the banks have increasingly responded to periods of strong loan demand and cash reserve stringency by seeking to attract sizeable blocks of funds into term deposits offering both a highly competitive interest return and a significant degree of liquidity. During the recent period of generally rising interest rates the banks obtained large amounts of funds on this basis, both in the wholesale money market and from individual savers, which they used to continue to expand the flow of bank credit at a relatively rapid pace. This did not mean that monetary policy was ineffective in discouraging excessive spending based on credit but it did mean that the cutting edge of monetary policy was to a greater extent than in the past the rising cost of credit rather than non-price restric-

tions on its availability through particular institutional channels.

As the year progressed the Bank of Canada began to be concerned about too sharp a reversal of the recent strength of domestic demand. Prospects for an early revival of the pace of world economic activity were fading. At the same time signs were beginning to appear, in one area of the Canadian economy after another, that sellers' markets were turning into buyers' markets, as had already happened some months earlier in the United States and many overseas countries. The changing economic situation and outlook were also reflected in the move to a more expansionary fiscal policy in Canada.

From late summer onwards the operations of the Bank of Canada were aimed at facilitating an early downward adjustment of short-term interest rates. At about the same time a downturn in U.S. and international interest rates got under way, providing a favourable environment for the achievement of this objective. The full response of Canadian rates was delayed for a time, first by the impact of the Canada Savings Bond campaign and then by seasonal tightness in the money market around year-end. In January a sharp further downward adjustment occurred very quickly and the Bank's operations were then directed towards moderating the extent of the decline in money market rates. A new and substantially lower interest rate structure has now become general in this country.

Current interest rate levels in Canada are far below their peaks of last summer. The decline in short-term interest rates has been particularly great. Nearly all of the more sensitive short-term rates have declined by at least three percentage points and declines of five percentage points or so have occurred in some sections of the market. The declines in longer term bond yields and mortgage rates, although smaller, have been significant. Other institutional lending rates have fallen substantially. Money is, moreover, readily available at these lower interest rates. The Canadian capital market has become very active, providing large amounts of credit to numerous borrowers, many of whom are seeking funds in size.

Although the current level of interest rates in Canada may not look low by historical standards, it is very low relative to the rate of inflation. Unless the current rate of inflation declines more quickly than seems likely, investors in short-term fixed-interest instruments at present rates of interest will receive a negative real rate



of return on their investments; the interest that they receive will be less than the decline in the purchasing power of their money. By the same token the real cost of money to borrowers is well below the expressed or nominal interest rates they pay; on certain types of short-term borrowings the real cost seems likely to be negative, too, at current rates. In this fundamental sense interest rates in Canada are now unusually low.

The substantially easier credit conditions that have emerged in Canada are providing a favourable monetary climate for the recovery of the economy from the current slowdown. Even with a favourable monetary environment, however, the restoration of desirable levels of economic activity in Canada is unlikely to be quickly or easily achieved. A good deal will depend on what happens abroad, for Canada cannot be expected to regain its economic health and vigour without an upturn in economic activity in the United States and in other important markets for Canadian exports. But much will also depend on what happens in Canada in other fields. The inflationary excesses of the past two years have severely strained the satisfactory functioning of the economy in various ways.

At present the most evident of these strains is the very rapid increase in costs that is taking place in Canada. While an element of cost-push is typical of periods of economic slowdown, the rates at which the money incomes of various groups in Canadian society are now increasing are extraordinary. There is, in fact, an open race going on among these groups for larger increases in money incomes. Since the race is occurring in a period in which no increase in average real income per capita is being achieved in the economy, none of the participants can gain except at the expense of others. The activity is self-reinforcing because even the less aggressive groups in society feel compelled to assert themselves for fear of falling far behind. This in turn tends to make the competition self-defeating in that as others run faster it becomes harder and harder for any group to gain and hold a lead. Meanwhile the exercise is both socially divisive and economically counter-productive. The attempt by industries to pass large cost increases along to consumers runs the risk, in present circumstances, of a reduced volume of sales and lower production and employment. Industries facing foreign competition in Canada or abroad are particularly vulnerable because of the danger that the rapid increase in their costs of production will put them at a competitive

disadvantage vis-à-vis foreign suppliers. The escalation of costs is also severely hindering rational investment planning on which the longer term prosperity of the economy depends. Nothing would do more to improve the prospects for the Canadian economy than a rapid slackening in the tempo of this race for higher money incomes.

Earlier reference has been made to the impact of recent events on Canada's balance of international payments. We appear now to have moved, at least temporarily, into a period of very large international deficits on current account, much larger as a percentage of Gross National Expenditure than we have experienced since 1960. To some extent this can be regarded as a cyclical phenomenon, reflecting the fact that so far in this world-wide business cycle demand in Canada has weakened less than in the main countries with which we trade. A related factor, and one that has become important since mid-1974, is that the prices of our imports are running ahead of the world market prices of our exports. To some extent our weakening trade balance is also an indirect consequence of developments in the world trade in oil. Although Canada is not heavily dependent on net imports of oil, most of our trading partners are, and some of the strains that they have felt in particular markets as well as in their general economic positions have spilled over on to us. Some of the current weakness in our international trade in automobiles and parts is presumably of this character. The movement to a greatly enlarged current account deficit underlines the concern that we should feel about the present strong upward trend of costs in Canada. It also means that we must preserve in Canada a financial environment attractive enough to provide the flow to Canada of the large amounts of foreign capital that we shall need to finance our deficit.\*

There are some encouraging aspects of the world scene that should not be overlooked. For one thing, the international economic environment is increasingly favourable to some moderation of the pace of inflation. For another, policy adjustments in a number of countries give reasonable grounds for hope that a more satisfactory rate of growth in the world economy will have emerged by the end of 1975 or early 1976.

\* A Press Statement on February 27, 1975, by the Minister of Finance withdrawing the last remaining guideline on borrowing abroad by Canadians is reproduced as an Appendix to the Report.

---

It is also encouraging that the greatly enlarged balance of payments deficits of various countries heavily dependent on imported oil have not led to the widely-feared disruption of the international trade and payments system. International and intergovernmental arrangements are in the process of being expanded both to supplement private market channels for the recycling of petrodollars and to provide fall-back assistance for countries encountering particularly severe payments difficulties. Canada has played an active role in support of these initiatives both in the Interim Committee of Ministers of the IMF and in meetings of the Group of Ten and the OECD. These arrangements will be helpful in providing countries with more time in which to make the necessary adjustments to their changed economic situation. The underlying problem, however, is still very real and will not quickly be resolved. Even if ways continue to be found to cope with the serious international financing aspects of the problem, the need to adjust consumption, production and trade patterns to the present much higher relative price of oil will, at least for a considerable period of transition, make it very difficult to achieve the kind of growth in real output and real incomes that has come to be taken for granted in the postwar period.

\* \* \* \*

As has been emphasized in the foregoing discussion, many of the current problems of the world economy are related in one way or another to the high rates of inflation that we have been experiencing for some time now. They provide striking evidence of the fact that inflation does not offer an easy route to sustained good economic performance. The origins of the current inflation lie to a considerable extent in the over-reaction of fiscal and monetary policy in many countries to the economic difficulties of the early 1970s. The problem of inflation is much more serious now than it was then, and it is therefore of the greatest importance that, in striving to restore satisfactory levels of economic activity, national authorities should not, in the end, over-react on this occasion as well. If they do, the prospects for reversing the drift towards an increasingly inflationary society throughout the world will be poor indeed.

Although Canada's present economic circumstances are unpleasant and difficult, the longer term prospects for the Canadian economy are excellent if Canadians can manage to prevent cost and price inflation from undermining the economy's ability to function effi-

ciently at home and to compete strongly in international trade. In its conduct of monetary policy the Bank of Canada has been promoting domestic credit conditions conducive to the resumption of economic growth in Canada. At the same time the Bank is bearing very much in mind that a moderation of inflation is essential to Canada's longer term interests.





## Economic Developments

---

Against the background of unfavourable economic conditions in the outside world, output and employment were relatively well sustained in Canada in 1974. The reduced availability of international oil supplies in the early part of the year had little direct impact on economic activity in this country. Domestic spending remained relatively strong until well into the year, with business investment in expanded production facilities in particular continuing to provide strong support to the economy. However, as the year progressed the developing cyclical downturn abroad came increasingly to bear on demand and prices for Canada's major exports. In addition, some sectors of domestic demand which had been extremely buoyant began to soften; this was especially true of spending on housing, automobiles and other durable goods. With domestic demand still relatively strong, however, imports continued to rise rapidly, and in the second half of the year Canada was faced with an adverse movement in its terms of trade and a marked deterioration in the current account of the balance of payments. Towards year-end output declined, the growth of employment tapered off, and unemployment began to rise. At the same time, domestic prices continued to rise at a rapid rate and efforts by wage and salary earners to maintain and, in some instances, to improve their relative positions resulted in strong upward pressure on the structure of domestic costs.

Preliminary official estimates of the National Accounts for the fourth quarter of 1974, together with any revisions to earlier quarters, are not yet available as this Report is being written. However, the information at hand suggests that total spending in money terms in Canada averaged some 17 per cent higher in 1974 than in the previous year. Most of the increase in spending reflected a rise in the over-all price level of about 13 per cent. The growth in real output of goods and services, approximately 3½ per cent on a year-to-year basis, was appreciably less than recorded in each of the three preceding years and was confined to the early part of 1974. Following sharp gains in the closing months of 1973, total real output continued to expand

at a very high rate in the early months of 1974, but it then remained approximately flat at a peak level until the last quarter when it declined appreciably.

The spurt in production in late 1973 and early 1974 added to the pressures on capacity that had already been experienced during 1973, thereby limiting further increases in output in the short-run. Strains also continued to be evident in the job market throughout much of 1974. In addition, production was adversely affected by the heavy incidence of work stoppages, particularly in the spring and early summer. With the weakening of demand that began to appear in some sectors of the economy in the spring, pressures on capacity gradually eased and shortages of men and materials became much less prevalent.

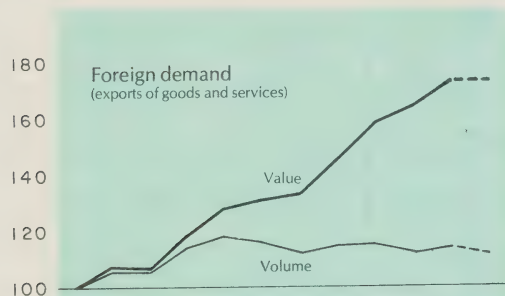
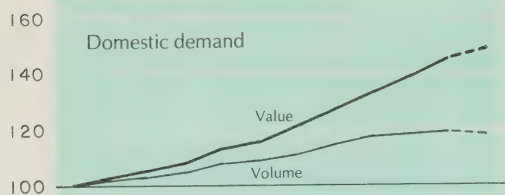
One of the remarkable features of 1974 was the unusual degree of divergence that developed between the Canadian and U.S. economies. As is illustrated in the chart on page 13, total demand in both nominal and real terms underwent a much earlier and more pronounced easing in the United States than occurred here. U.S. Gross National Product at current prices was approximately 8 per cent higher in 1974 than in the previous year, an increase that was only about half as large as that estimated for Canada. With U.S. prices rising at fairly similar rates to those here, most of the difference in the climate of demand was reflected in the performance of real output. GNP in volume terms peaked in the last quarter of 1973 in the United States and declined throughout 1974; for the year as a whole it averaged more than 2 per cent below its level for 1973 and in the last quarter of 1974 it was running 5 per cent lower than a year earlier. This compared with an estimated increase of about 3½ per cent on a year-to-year basis in Canada and apparently little net change from year-end to year-end. In both countries employment was remarkably well sustained relative to output through most of 1974, but unemployment began to rise dramatically in the United States towards year-end and in January 1975 the seasonally adjusted unemployment rate in that country was 8.2 per cent compared with 6.7 per cent in Canada.

## Major Economic Indicators

Seasonally adjusted

### Demand

1 Q 1972 = 100



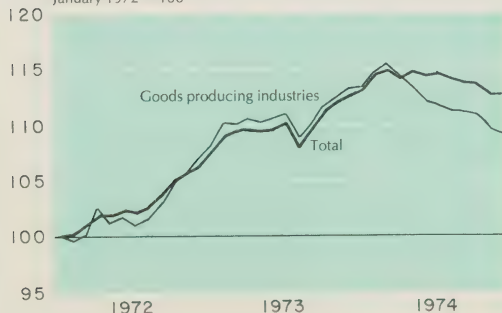
### Prices

1 Q 1972 = 100



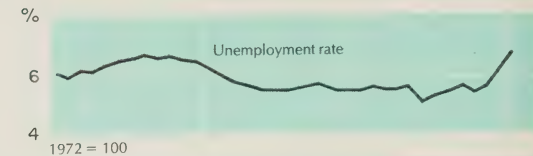
### Real domestic product

January 1972 = 100



### Labour market

Millions of persons



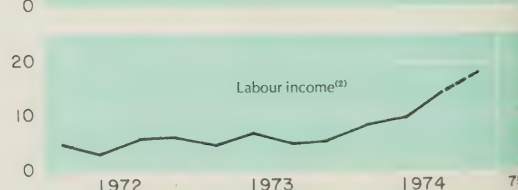
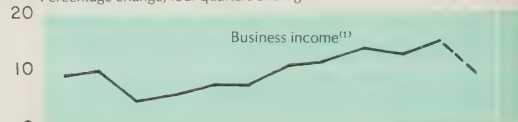
### Capacity utilization

%



### Income per unit of output

Percentage change, four quarters ending



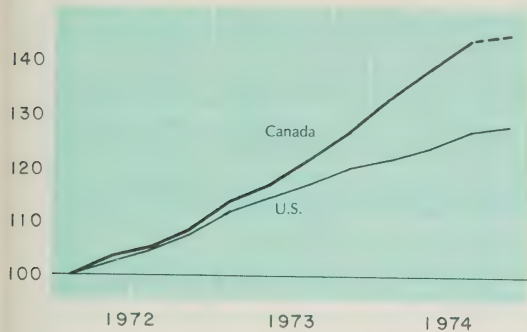
<sup>(1)</sup> Corporation profits, non-farm unincorporated business income, corporate capital consumption allowances and the inventory valuation adjustment

<sup>(2)</sup> Wages, salaries and supplementary labour income

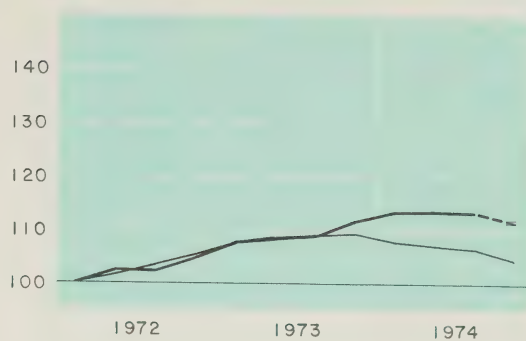
# Selected Indicators: Canada-United States

1 Q 1972 = 100, seasonally adjusted

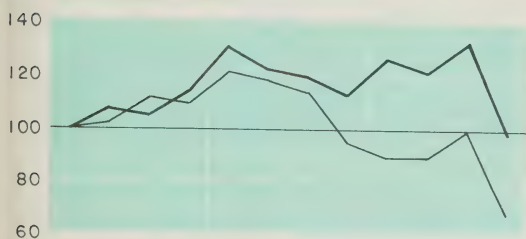
## GNE - current prices



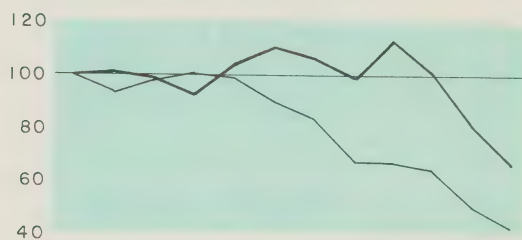
## GNE - constant prices



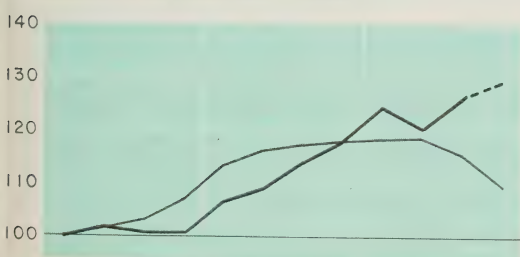
## New car sales - units



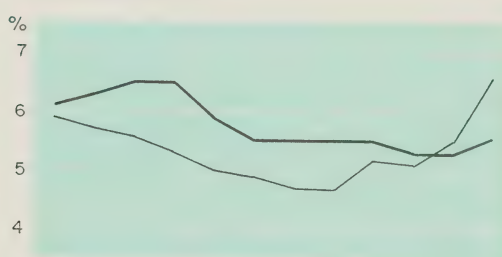
## Housing starts - units



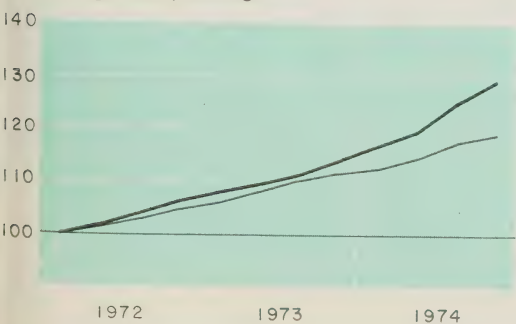
## Business fixed investment - volume



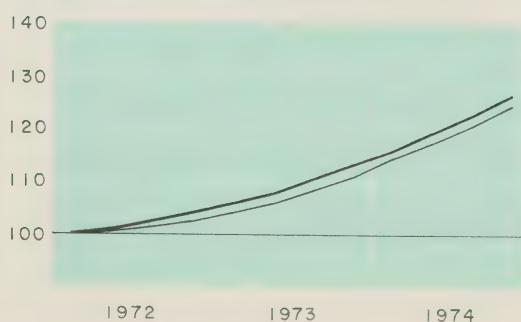
## Unemployment rate



## Average weekly earnings



## Consumer price index





Despite the similarities in price performance in Canada and the United States in 1974, some significant signs of divergence on this front were also beginning to appear by year-end. Some underlying U.S. price and cost indicators have recently appeared to be much more favourable to a near-term moderation of inflation than is the case for Canada. Although unit labour costs have risen very rapidly in the United States, partly because of an even more adverse productivity performance than we have experienced in Canada, wage and salary levels have been rising at a much more modest rate there than here. Increases in weekly wages have not registered any very pronounced acceleration in the United States and, from at least mid-year, wage settlements in that country appeared to be running at about half the scale of increases being established in Canada.

### **Domestic and External Demand**

According to the national accounts estimates for the first three quarters of 1974, domestic spending in nominal terms increased at the very high annual rate of close to 20 per cent, approximately the same pace as in the second half of 1973. Domestic price inflation was accelerating strongly however, and the rise in demand in volume terms slowed markedly from the extremely strong pace registered during 1973. In the final months of the year the growth in nominal spending appears to have undergone a pronounced moderation, and in real terms domestic demand evidently declined.

Most of the slowing in real domestic demand was concentrated in personal demand for durable goods and in housing, areas where particularly strong increases had been registered prior to 1974. In contrast to the experience in the United States, new car sales, which account for a major share of durable purchases, remained strong in Canada through last winter and even rose further during the summer. Since then, however, and roughly coincident with the changeover last autumn to the current model year, sales have weakened considerably, although not nearly to the extent recorded in the United States. Housing starts peaked at extraordinarily high levels in early 1974 and declined through the balance of the year. For 1974 as a whole starts totalled approximately 220 thousand, but in the final months of the year they were running at an annual rate of some 170 thousand units. The falling off of housing construction appears to have been due to a number of factors including rising costs of land and of

housing construction, increased uncertainty about the adequacy of returns on new rental units, and higher interest rates on mortgages. There was also some reduction in the availability of financing, particularly for more expensive homes, although this situation had eased somewhat by year-end.

In other sectors of domestic demand indications are that the volume of purchases remained buoyant throughout 1974.

Notwithstanding the escalating costs of capital equipment and construction, business fixed investment in real terms registered its second successive year of strong gains and resulted in a further sizeable addition to the capital stock. Especially large investments were made in such industries as steel, chemicals, and pulp and paper where capacity constraints had been particularly pronounced. According to the survey information on investment intentions released in February 1975, as of the beginning of the year businesses planned to spend (in current dollars) some 18 per cent more on fixed investment this year than in 1974. Although this rise in spending would be significantly below the 24 per cent increase reported for 1974, it would nevertheless seem to promise a further sizeable gain in volume terms as well as in value.

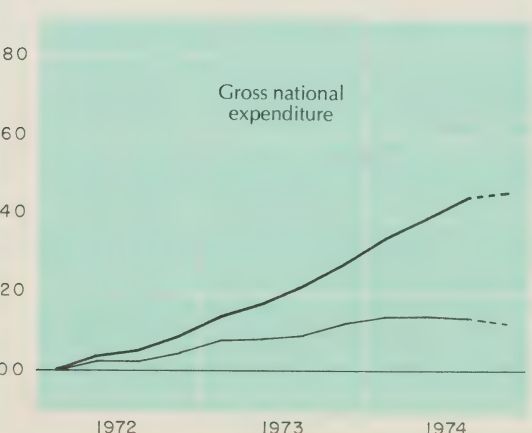
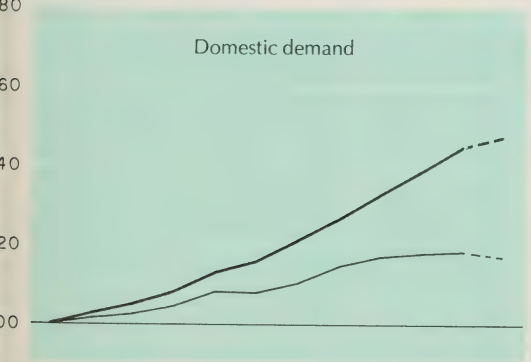
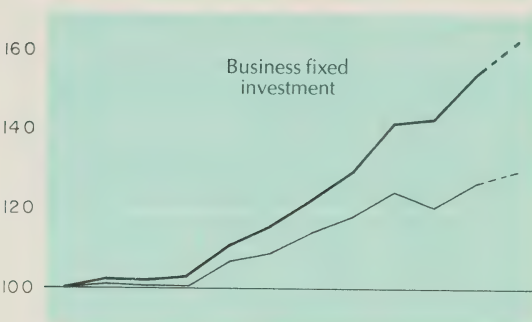
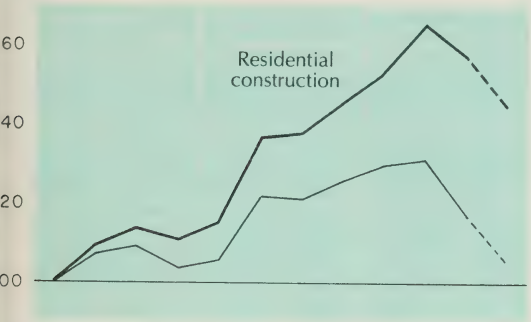
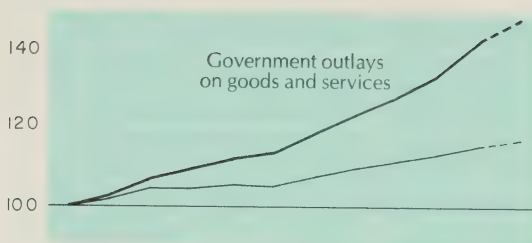
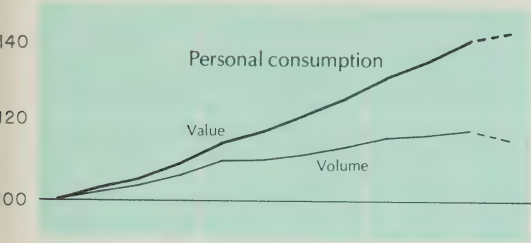
Businesses also accumulated inventories at a rapid pace in 1974, though the forces behind inventory investment appear to have shifted considerably in the course of the year. In view of the shortages prevailing during the initial months, it is clear that the stockpiling that took place at that time was generally fully planned. Indeed, inventory investment over-all may have fallen short of intentions. With the flattening out of real final demand in the latter part of the year, however, the accumulation appears to have included a large unintended component. This was clearly the case in the automotive sector.

Outlays on goods and services by all levels of government rose strongly in 1974. Spending on goods and services by the federal Government rose at a particularly sharp pace. Transfer and subsidy payments by governments to other sectors of the economy also advanced at a much faster rate than in 1973, in part because of measures taken to mitigate the impact on consumer budgets of the rise in the cost of oil and certain other basic items, and partly on account of steps taken to offset the effect of higher living costs on the purchasing power of transfer recipients.

In 1974, the value of exports continued to rise very

Major Demand Aggregates

1 Q 1972 = 100, seasonally adjusted



sharply during the first part of the year; oil prices increased sharply, but there was also a continued climb in the prices of farm products and a number of key industrial material exports. The volume of exports, which had levelled off after the first quarter of 1973, stayed flat during 1974. For the recent period this sluggishness in merchandise export volumes has reflected a combination of factors. Supply constraints continued to be operative in some areas, and the progressive weakening of economic conditions abroad resulted in a corresponding easing of real demand for Canadian exports. In the face of the severe downturn in residential construction in the United States, lumber exports registered a particularly pronounced weakening during the year in both value and volume, but declines in the volume of exports were also evident across a broad range of primary commodities. This weakening of real demand during 1974 was reflected increasingly in export prices as the year progressed.

### Production and Imports

Total output in the Canadian economy, as measured by Real Domestic Product, reached a peak in March after having expanded at an annual rate exceeding 10 per cent in the previous half year. In the final months of 1973 much of the increase in production evidently constituted a rebound from earlier strike-depressed levels, but the further strong rise through the first months of 1974 pushed production in many areas still further into the zone of peak operating rates. The rate of capacity utilization in the non-farm goods producing sector in the first quarter of 1974 was virtually the same as during the peak period of tightness in late 1965 and early 1966. For manufacturing the estimated operating rates were higher than in any other quarter over the period covered by the series, which dates back to 1961.\*

In the aggregate, output remained virtually at the March peak until well into the autumn of 1974. Initially, in an environment of widespread shortages compounded by the impact on production of major work stoppages, it appears that supply constraints were a determining factor in the flatness of output. However, as the year progressed signs of a softening in real demand increasingly appeared, particularly in goods

producing industries, and in the final months of the year production was down from earlier peaks by an appreciable amount in all major sectors.

The weakness in production that developed during 1974, together with continued strong additions to the capital stock, resulted in a progressive easing of capacity pressures in the latter part of the year. In some areas, however, particularly the capital goods industries, operating rates were still relatively high at year-end, although shortages had largely ceased to be a problem.

The relatively well sustained level of domestic demand in Canada, particularly in comparison with other countries, contributed to a strong rise in imports in 1974. Indeed, imports again apparently ran well ahead of domestic demand in terms of both value and volume. Imports of investment goods rose particularly sharply, but the strength was broadly based. The rise in import prices tended to slow somewhat in the second half of 1974, but this was attributable largely to the absence of any further rise in oil prices on the scale registered earlier in the year. In a number of other areas, particularly finished goods imports, price increases were very large throughout 1974. In the second half of the year import prices rose faster than export prices for the first time in two years. For the year as a whole the current account deficit increased sharply from \$400 million in 1973 to close to \$2 billion for 1974 and in the last quarter it was running at an estimated annual rate of about \$4 billion.

### Labour Markets

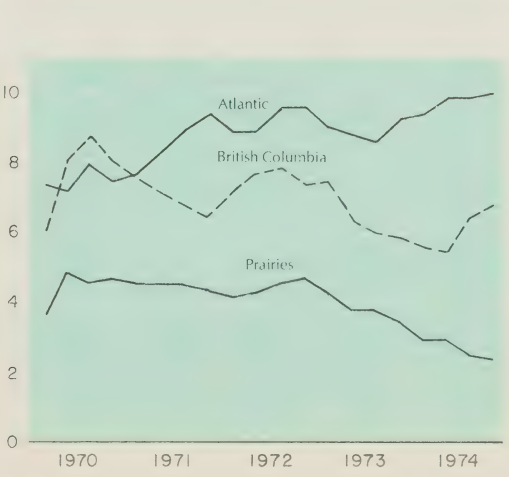
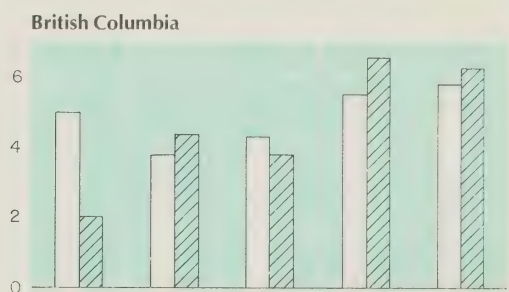
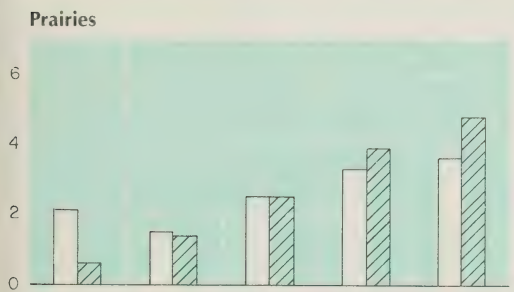
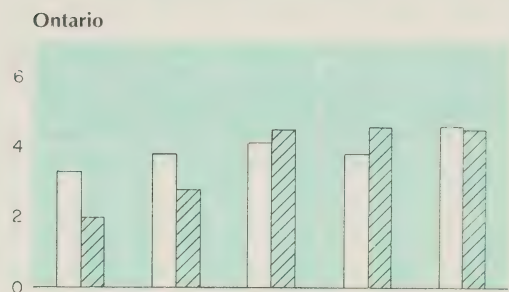
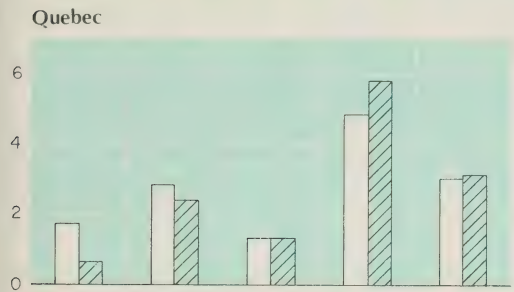
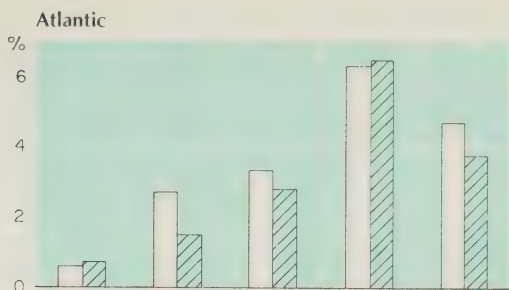
The net increase of 4¼ per cent in employment registered for 1974 was somewhat less than for the previous year but was still well above average. It was also appreciably larger than the year-to-year gain in total output. In contrast to the flattening out and decline in production, employment continued to expand, though at a decelerating rate. In the final quarter of the year it averaged more than two per cent higher than nine months earlier whereas real output declined over the same period. A slowing of output growth relative to employment is not an unusual cyclical development, but the recent drop in production per worker has been extraordinarily large. More in accordance with the recent path of output, employment remained flat on a seasonally adjusted basis in December and declined in January.

Labour force growth was also very high on a year-to-year basis, averaging approximately 4 per cent for 1974.

\*For a description of this measure, see the *Bank of Canada Review*, September 1974.



# Regional Labour Markets





As in the case of employment, and probably at least in part in response to the slower expansion of job opportunities, the increase in the number of labour force participants tended to slacken in the latter part of 1974. The slackening was not very pronounced, however, and the over-all seasonally adjusted unemployment rate fluctuated around 5½ per cent until near year-end. It then increased to 6 per cent in December and 6¾ per cent in January 1975, due in considerable part to lay-offs in the automobile industry.

Clear evidence of labour market pressures was provided by the very strong increases in help-wanted advertising and reported job vacancies that continued into the autumn of 1974, but in more recent months some easing has been evident in these indicators of labour market conditions as well as in measured rates of unemployment. In the fourth quarter both the series on job vacancies and the index of help-wanted advertising underwent declines. In the case of the job vacancy series, which extends back only to the third quarter of 1970 and is not seasonally adjusted, the year-to-year decline for the fourth quarter was the first on record. For the seasonally adjusted help-wanted index it was the first quarterly decline since 1970, but the index was still at a very high level by historical standards.

The only region to show a faster rise in employment in 1974 than in 1973 was the Prairies where the increase of 4¾ per cent was the largest on record and reflected the sustained buoyancy of economic conditions in that region through the year. British Columbia and Ontario also had strong employment gains – 6¼ per cent and 4½ per cent respectively, or nearly as large as the increases in 1973 – but the growth of employment slowed markedly in the final months of the year and into 1975. In Ontario this latter development was particularly pronounced in the automotive sector, while in British Columbia it was largely related to softening economic conditions in the resource industries. Quebec and the Atlantic region experienced employment increases that were almost 2¾ percentage points less than the very high rates of the preceding year. Labour force growth slowed markedly in Quebec and the Atlantic region while accelerating in the other regions. The unemployment experience was varied. For the Prairies the unemployment rate fell over one percentage point to 2.8 per cent and for British Columbia the rate dropped to 6 per cent from 6½ per cent in 1973. While unemployment continued to de-

cline on balance in the Prairies in the second half of the year, in British Columbia it rose after mid-year and averaged nearly 7 per cent in the fourth quarter. In Ontario and Quebec average unemployment rates were virtually unchanged from a year earlier, but were rising in the final months of the year as employment growth slowed; in January 1975, the Ontario rate jumped to 6 per cent seasonally adjusted. Even though labour force growth for the Atlantic region slowed in 1974, it was still substantially above the rise in employment and the average unemployment rate rose to nearly 9¾ per cent.

### **Incomes, Costs and Prices**

For both corporate profits and net accrued farm income the rise during 1974 was much slower than during the previous year. The sharp deceleration in the rise in farm income, which had more than doubled during the previous year, reflected the smaller grain crop, a levelling out of average prices received by Canadian farmers, and continued strong increases in the costs of inputs. Data on corporate earnings are particularly difficult to interpret in periods of rapid inflation, not only because of the accounting problems involved in dealing with inventory profits but also because of the possible inadequacy of capital consumption allowances in relation to the rising cost of replacing capital assets. However, according to the national accounts measure of corporate profits before tax but excluding inventory profits, it would appear that the rise over the four quarters ending in the final quarter of 1974 was about a third as large as the increase of close to 30 per cent during 1973. In 1973 gains by the resource industries had been a particularly prominent feature of the profit expansion, and in 1974, with export markets weakening, profit increases in those industries tended to slacken markedly. The easing was not confined to this area, however. In particular the automobile industry, which is heavily dependent on the U.S. market, experienced a substantial weakening in profits in the final months of the year. For a broader measure of business income, that is, before deducting capital consumption allowances, the increase during 1974 also appears to have been considerably less than the rise of 18 per cent during the preceding year.

In contrast to the slowing in the rise in business and farm incomes, labour income is estimated to have risen considerably faster in 1974 than in 1973 – by more

than 15 per cent over the year ended with the fourth quarter of 1974 after an increase of 12 per cent during the previous year. With the slower rise in employment in 1974, the acceleration was even more marked for average labour income per worker. The pattern of accelerating wage increases that is suggested by the available estimates of labour income is also apparent in the statistics on average weekly earnings in the commercial non-farm sector. By the final months of 1974 the year-to-year percentage increase in average weekly earnings had risen to over 13 per cent; for manufacturing, where an hourly earnings index is available, average hourly earnings were more than 17 per cent higher than a year earlier.

Newly negotiated wage settlements, which tend to foreshadow actual earnings, have escalated dramatically over the past year. In the final quarter of 1974 settlements under major collective bargaining agreements (excluding construction) provided for average annual increases in base rates of more than 17 per cent

over the life of contracts, compared with an average of 10 per cent a year earlier. It should be noted that these statistics understate the size of settlements since they do not take into account clauses providing for further wage or salary adjustments contingent upon increases in the Consumer Price Index; such cost-of-living clauses became increasingly prevalent in contracts signed over the past year. Also, in many instances rates of pay were increased in 1974 through the re-opening of existing contracts or through other special adjustments.

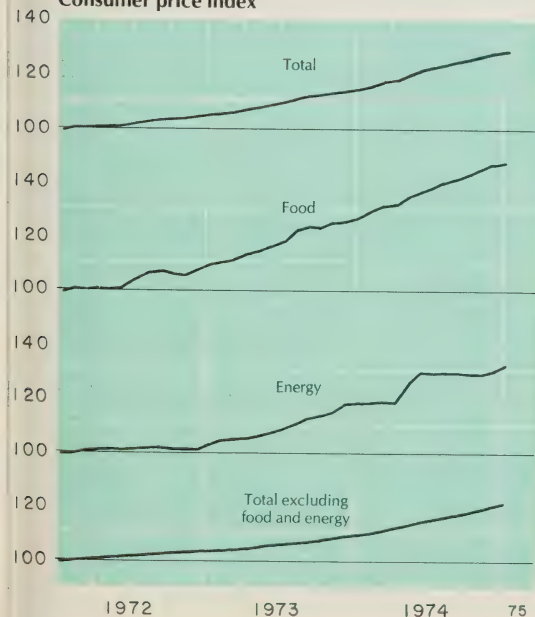
Canadian domestic prices at both the wholesale and retail levels rose even faster in the aggregate during 1974 than in 1973. For the twelve months ended December 1974 the Industry Selling Price Index (ISPI) increased by 21 per cent compared with 16 per cent during the previous year. For the Consumer Price Index (CPI) the corresponding increases were 12½ per cent in 1974 and 9 per cent in 1973.

At the ISPI level, while the monthly increases in the

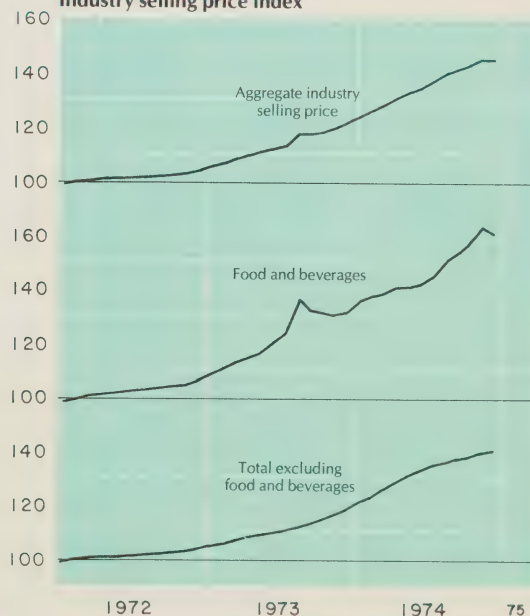
## Selected Price Measures

1 Q 1972 = 100, not seasonally adjusted

Consumer price index



Industry selling price index



aggregate continued to be very large throughout the year, in the second half of 1974 some easing emerged in a number of areas, notably textiles, primary metals, and wood products. In all these sectors the slowing reflected the corresponding weakness in commodity prices that had developed some months earlier. In the case of wood products the ISPI was appreciably lower than a year earlier. This was reflected in an easing in domestic building materials price indexes, particularly for residential construction, although construction costs over-all continued to increase rapidly under the pressure of rising wage and other costs.

All major categories of the CPI recorded very large increases between the beginning and the end of 1974. For food the increase was 17 per cent for the second year running. Energy prices (fuel oil, domestic gas, electricity and gasoline) also registered a further substantial increase,  $9\frac{1}{2}$  per cent, although they would have gone much higher had it not been for the programme of domestic petroleum price restraints and consumer subsidies. For the remainder of the index, which makes up approximately two thirds of the total CPI basket and is more heavily influenced by the underlying trend of domestic costs than the other two components, the rise in 1974 was  $10\frac{3}{4}$  per cent, which is double the rate of increase experienced in the previous twelve months.



## Financial Developments

The highlights of financial developments in Canada during 1974 are discussed in the three sections of this chapter, which deal with interest rates, with the growth of the public's holdings of currency and bank deposits, and with flows of credit to borrowers.

### Interest Rates

Since changes in the cost of money and in returns on financial assets are the main channel through which the impact of monetary policy is transmitted to spending and saving decisions, the Bank focuses considerable attention on the behaviour of interest rates. Short-term interest rates in the Canadian money market are of particular importance to the Bank in its day-to-day operations. These rates respond sensitively to changes in the pressure of credit demands on the available supply of funds in Canadian financial markets and to changes in international money market rates. They are also the rates most immediately susceptible to the influence of the Bank of Canada's cash reserve management.

During 1973 interest rates in Canada, as in the rest of the world, had been rising strongly. The upward movement of short-term money market rates in Canada and abroad was interrupted for a time in the early months of 1974 in the immediate aftermath of the world oil emergency but, after a limited and temporary decline, strong upward pressure on these rates re-emerged towards the end of the first quarter. These pressures continued through the spring and Canadian short-term interest rates rose to levels well above those reached in 1973. They remained at high levels until late August, although somewhat below corresponding rates in the United States and in the Euro-dollar market where the upward trend continued into the summer. The Bank of Canada adjusted the Bank Rate upwards by one percentage point in mid-April and by further steps of one half of one percentage point in mid-May and in the latter part of July, when the Rate reached  $9\frac{1}{4}$  per cent.

Administered borrowing and lending rates of financial institutions also rose further after the first quarter of 1974 as these institutions continued to bid aggressively for funds in order to meet the heavy credit demands they were experiencing. The "Winnipeg Agreement" ceiling on large Canadian dollar short-term bank deposits was raised from  $8\frac{1}{2}$  per cent to  $10\frac{1}{2}$  per cent in three steps between mid-April and the end of July, and chartered bank prime lending rates were increased by the same amount over this period to a level of  $11\frac{1}{2}$  per cent.

Longer term interest rates were relatively stable in the closing months of 1973 and early in 1974 but they, too, began to increase once again towards the end of the first quarter. In contrast to short-term rates, longer term bond yields continued to rise strongly until the end of August. Mortgage lending rates, which tend to reflect the behaviour of other longer term rates with some delay, did not peak until September while trust and mortgage loan companies continued to adjust upwards the rates offered on their five-year investment certificates until October.

During the course of the summer evidence began to appear that demand pressures in the Canadian economy were beginning to moderate, and late in August short-term interest rates in the United States broke sharply downward. In recognition of the changes that were occurring in the economic and financial environment, the Bank of Canada adopted a more accommodative approach in its provision of cash reserves.

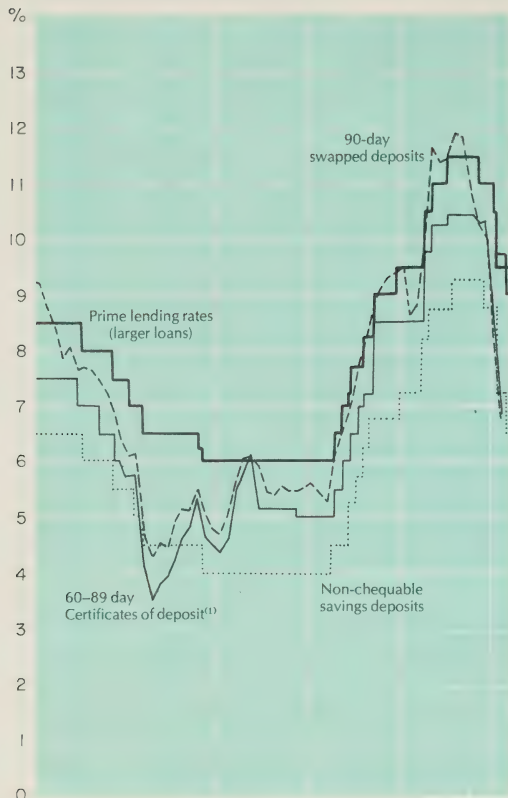
Short-term market interest rates and long-term bond yields both began to fall in Canada from late August onwards. There was a brief interruption in the downward trend in the latter part of November and early December reflecting both a temporary firming of short-term rates abroad and some tightening in Canadian paper markets in the wake of the very large sales of Canada Savings Bonds. Towards year-end interest rates began to decline once again. Money market rates



## Interest Rates

Monthly

### Chartered bank typical rates



(1) Until November 1970 and between June 18, 1972 and October 1974, rates prevailing under interest rate agreements.

### Short-term

#### Short-term (3 month) rates



(1) Finance company paper

(2) Dealer-placed commercial paper

### Long-term

#### Canada



#### Canada-U.S. comparison



fell sharply during the first few weeks of 1975, but since the latter part of January they have remained close to the levels reached at that time. The Bank Rate was reduced by one half of one percentage point in mid-November and in mid-January.

Financial institutions' borrowing and lending rates also began to be adjusted downward in the closing months of 1974. By the end of February 1975 the rates paid by the chartered banks on non-chequable savings deposits had been reduced to  $6\frac{1}{2}$  per cent and most banks had lowered their prime lending rates to 9 per cent. Mortgage lending rates declined more slowly; by the end of February conventional rates were typically  $10\frac{3}{4}$  per cent and NHA rates were generally  $10\frac{1}{2}$  or  $10\frac{3}{4}$  per cent.

As money market rates decreased, the structure of deposit rates under the "Winnipeg Agreement" became less of a constraint on the banks' ability to attract large blocks of short-term Canadian dollar deposits. The Agreement was terminated on January 15, 1975.

## The Money Supply

There are many possible ways of defining the money supply. All of them include currency and demand deposits held by the public at chartered banks, but they differ in the extent to which they include any other categories of relatively liquid short-term claims on banks, other financial institutions, or governments from the wide array of such assets available to the public. The discussion that follows is primarily concerned with the two most frequently used definitions, namely, the narrow definition – currency and demand deposits held by the public at chartered banks – and the broader definition that includes these forms of money plus all other Canadian dollar deposits held by the public at chartered banks. The recent behaviour of these two definitions of the money supply (plotted both in absolute terms and as percentages of Gross National Expenditure) is shown in the accompanying charts.

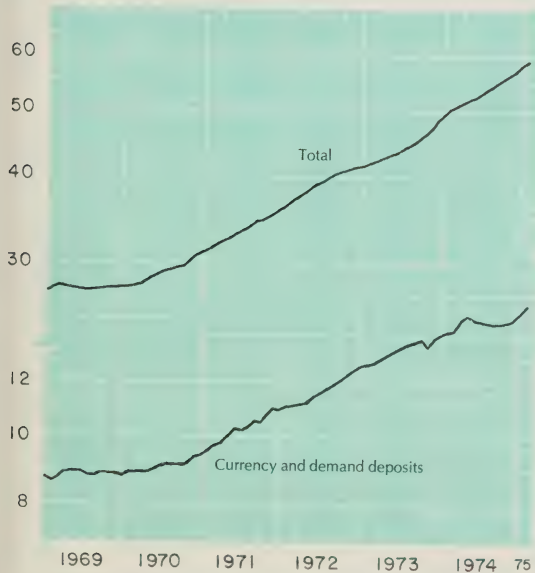
The first of the above definitions (which could be expanded to include some or all of the chequable

### Currency Outside Banks and Canadian Dollar Chartered Bank Deposits Held by the Public<sup>(1)</sup>

Seasonally adjusted

#### Absolute amount

Billions of dollars, monthly – Ratio scale



#### Percentage of Gross National Expenditure

Quarterly



<sup>(1)</sup> Excludes deposits held by the Government of Canada.

savings deposits held at chartered banks and other savings institutions) concentrates on the forms of money that are most readily usable for making payments. The main reason why attention is given to this and to other closely related narrow definitions of the money supply is that, while money holdings of this type are subject to rather large, erratic movements from week-to-week and month-to-month, their growth over longer periods is related in a reasonably systematic way to two important economic variables. They respond positively to changes in the level of national expenditure and negatively (with a longer time lag) to changes in the level of interest rates. This relationship is readily apparent in the accompanying chart, which shows the line on the previous chart for currency and demand deposits as a percentage of Gross National Expenditure together with lines indicating the changing level of two representative measures of short-term interest rates.

While the relationship is not precise over short periods and is affected at times by extraneous influences, it has nevertheless shown a sufficient degree of

stability over longer periods to lend considerable analytical importance to definitions of the money supply that focus primarily on transactions balances.

Recent year-on-year increases in the public's holdings of currency and demand deposits (measured from fourth quarter average levels) have declined from almost 14 per cent in 1972 to 12 per cent in 1973 to 7 per cent in 1974. From the second quarter of 1973 until very recently the percentage growth of the money supply on this definition has been persistently less than that of national expenditure in money terms.

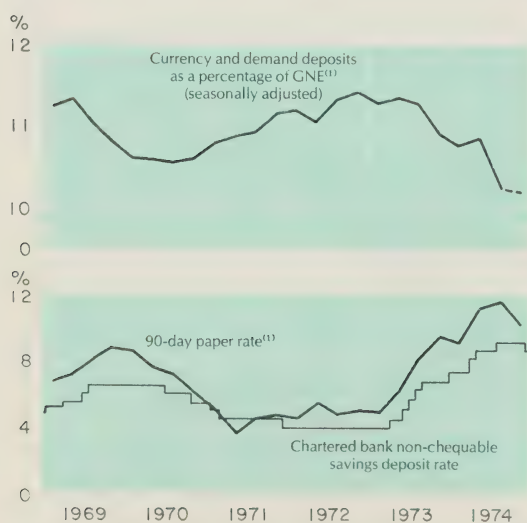
For a time during the spring of 1974 there was an interlude of relatively rapid expansion of currency and demand deposits in response to the unusually rapid growth of national expenditure and the temporary dip in short-term interest rates in the first quarter. A special influence tending to inflate the level of money holdings during this period was the temporary disruption of the flow of payments resulting from the withdrawal of mail services.

As these influences were reversed during the course of the summer, the rate of growth of currency and demand deposits declined sharply and turned negative for a time. More recently, in the wake of the sharp decline in short-term interest rates, holdings of currency and demand deposits have again been rising strongly.

In marked contrast with the slackening rate of growth of currency and demand deposits during 1973 and 1974, the interest-bearing Canadian dollar deposits of the chartered banks continued to expand rapidly throughout the period. Because of the inclusion of these interest-bearing deposits in the broad definition of the money supply referred to above, its behaviour over the past two years has been quite different from that of currency and demand deposits, as can be seen from the following table.

Although the chartered banks offer a considerable variety of interest-bearing deposit accounts (including deposits denominated in U.S. dollars), and although the volume of their interest-bearing deposit liabilities is large – much larger than their demand deposit liabilities – close substitutes for interest-bearing deposits at chartered banks are also generated on a very large scale outside the banking system. Examples include interest-bearing deposits and certificates issued by trust companies and other financial institutions, government treasury bills and Canada Savings Bonds, and short-term money market paper. There is in addi-

**Relationship of Currency and Demand Deposits to GNE and Selected Short-term Interest Rates**



<sup>(1)</sup> Quarterly average



## Currency and Chartered Bank Deposits Held by the Public<sup>(1)</sup>

	Annual rates of change <sup>(2)</sup>	
	Currency and demand deposits	Currency and all Canadian dollar deposits
<b>From same period a year earlier:</b>		
4Q 1972 .....	14	16
4Q 1973 .....	12	15
4Q 1974 .....	7	19
Latest three months <sup>(3)</sup> .....	8	18
<b>From previous three months:</b>		
1Q 1974 .....	14	26
2Q 1974 .....	20	15
3Q 1974 .....	- 5	19
4Q 1974 .....	2	17
Latest three months <sup>(3)</sup> .....	16	19

<sup>(1)</sup> Excludes deposits held by the Government of Canada.

<sup>(2)</sup> Based on quarterly averages of Wednesday data; seasonally adjusted.

<sup>(3)</sup> Preliminary data for the period December 1974 to February 1975.

tion the whole range of interest-bearing financial claims of varying terms to maturity in the form of bonds and debentures. Whatever the factors that determine the total of the public's holdings of interest-bearing claims, there is clearly considerable scope for variation not only in that part of the total which represents relatively liquid short-term claims but also in the proportion of the latter which consists of deposit claims on the banking system.

Several factors help to explain the extent to which the interest-bearing deposits of the chartered banks have grown during the past two years. One of these was that, as a result of growing uncertainty about the future value of money and of recurring expectations of further increases in interest rates, the preferences of the investing public shifted in favour of relatively short-term as opposed to longer term claims. Another factor that helped the banks in attracting funds into interest-bearing deposits during much of last year was the fact that prevailing interest rates had risen above the yields on much of the large volume of outstanding Canada Savings Bonds. Many of these Bonds were presented for redemption and the proceeds employed in interest-bearing deposits of the banks and of other financial institutions. When a new issue of Savings Bonds was offered late in 1974 at relatively attractive yields, the process of substitution swung the other way at the expense of interest-bearing institutional deposits.

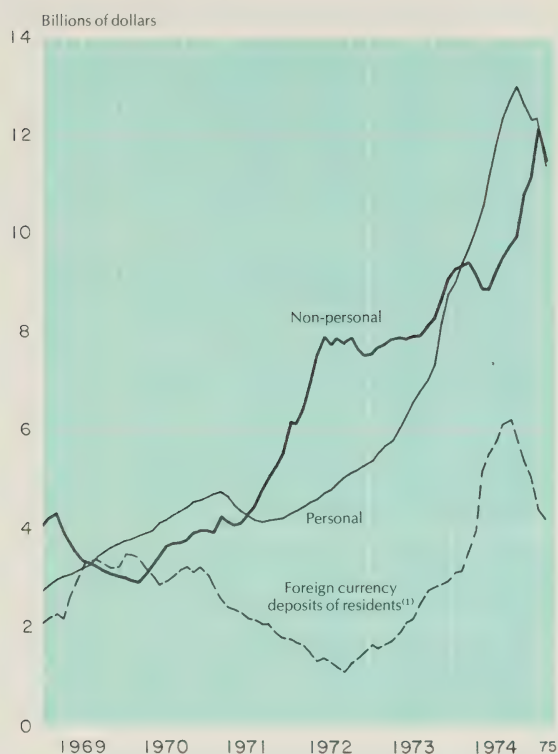
On the whole, the chartered banks have had considerable freedom in recent years to offer short-term deposit claims to the public on highly attractive terms. It is true that through much of the period from mid-1972 until late in 1974 the ability of the banks to attract large blocks of funds into Canadian dollar interest-bearing deposits was constrained to some extent by the structure of maximum rates for deposits of \$100,000 and more for periods of up to one year that was maintained under the "Winnipeg Agreement" ceilings. These ceiling rates were, however, adjusted upwards on several occasions. Moreover, the chartered banks were left free to compete with foreign banks in terms of the interest rates offered to Canadians on U.S. dollar deposits. To the extent that such deposits are covered forward by foreign exchange contracts, they are essentially similar to Canadian dollar deposits, and in recent years there have been large movements of Canadian-owned funds back and forth between Canadian dollar deposits at the chartered banks and U.S. dollar deposits (also principally at the chartered banks) in response to interest rate differentials. These shifts account in part for the variations in the rate of growth of the Canadian dollar interest-bearing deposits of the chartered banks over the past two years.

The unusually rapid growth in 1973 and 1974 of the main types of high-interest fixed-term deposits offered by the banks is shown in the following chart.



## Chartered Bank Fixed-Term Deposits

Seasonally adjusted



(1) Not seasonally adjusted.

In the changed environment of generally declining interest rates which developed towards the end of 1974 and in early 1975, the chartered banks reduced their reliance on fixed-term deposits as sources of deposit funds.

## Funds Supplied by Financial Institutions and Markets

The Canadian dollar assets of the chartered banks increased by 19 per cent in 1974, the same high rate of increase as in 1973. While the rate of growth of the banks' loan portfolios was lower than in 1973, they were able to add substantially to their holdings of liquid assets in the course of the year. Through the first

half of 1974 the growth in liquid assets was roughly in line with the rising amounts needed to meet the cash and secondary reserve requirements, but in the closing months of the year and in January 1975 there was a substantial increase in the banks' "free" Canadian liquid assets\*. The ratio of "free" Canadian liquid assets to total Canadian dollar assets, which had declined to about 8½ per cent by April 1974 and remained close to that level until September, rose to just over 10 per cent in January. (The increase in "free" Canadian liquid assets around year-end reflected to some extent the reductions in the secondary reserve requirement in December and January, which are discussed in the following chapter.) The banks' holdings of other short-term assets, principally bankers' acceptances and other short-term paper, also rose sharply in the latter part of 1974 and early 1975. After mid-January there was a substantial decline in the banks' "free" Canadian liquid assets and in their holdings of other short-term assets.

The chartered banks' Canadian dollar business loans increased less rapidly in 1974 than in 1973. During 1974 larger business borrowers raised substantial amounts of funds through the issuance of commercial paper and bankers' acceptances. In addition there were large increases in the chartered banks' foreign currency loans to Canadian business and in lending to business by Canadian financial institutions affiliated with foreign banks. These shifts in credit flows contributed to the slowdown in the growth of the chartered banks' Canadian dollar loans to business borrowers in 1974. A broader measure of credit extended to business which reflects these other sources of funds as well as chartered bank Canadian dollar loans increased more rapidly in 1974 than in 1973.

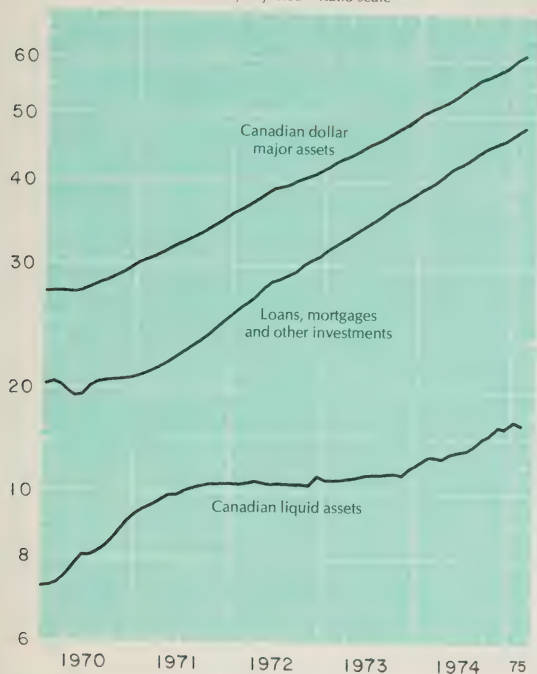
Consumer lending by the banks was very buoyant in the early months of the year but subsequently moderated in line with the weakening in the demand for consumer durables. The rate of growth of their residential mortgage portfolios slowed during the second half of 1974, following an earlier sharp decline in their mortgage loan approvals.

\* "Free" Canadian liquid assets comprise the banks' holdings of cash, Government of Canada treasury bills and day-to-day loans in excess of minimum reserve requirements, plus Government of Canada bonds and call loans.

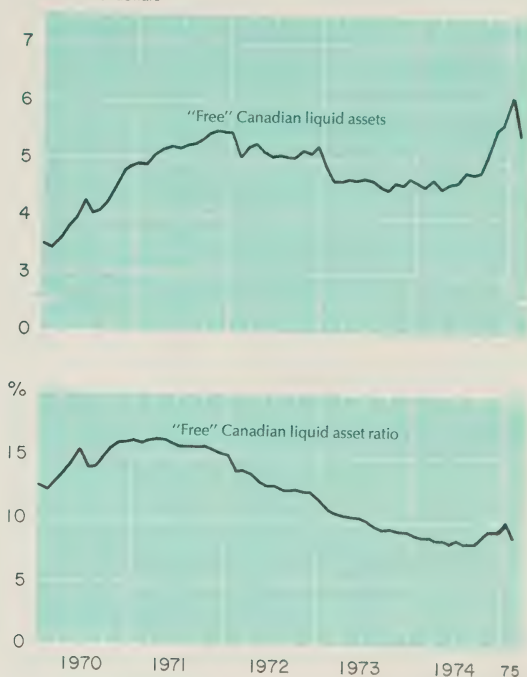
## Chartered Bank Assets

Average of Wednesdays

Billions of dollars, seasonally adjusted – Ratio scale



Billions of dollars



A deceleration in the growth of mortgage portfolios and consumer loans was also apparent in the case of non-bank financial institutions. The trust and mortgage loan companies, which hold roughly 80 per cent of their major assets in mortgages, experienced a substantial slowing in their rate of growth in the second half of the year from the relatively high rates in 1973 and the first half of 1974. The major assets of the credit unions and caisses populaires, which are more evenly distributed between mortgages and consumer credit, also increased less rapidly during 1974 following two years of very buoyant expansion. The sales finance and consumer loan industry grew more slowly during the second half of 1974 largely as the result of a deceleration in consumer lending.

The table on page 30 summarizes the funds raised by each of the main categories of non-financial borrower in recent years, showing the sources of these funds.

A substantial increase in the total amount of funds raised in 1974 mainly reflected increased borrowing by the federal Government (discussed in the following section of this Report) and by non-financial businesses.

In 1974 non-financial businesses obtained record amounts of funds from the chartered banks and other financial institutions as well as in short-term paper markets. In addition they raised more through bond issues in 1974 than in either of the previous two years. The strength of business borrowing throughout the year, despite the weakening of over-all economic activity, reflected continued large requirements for funds to finance fixed investment and inventories. Outlays on plant and equipment remained on a strongly rising trend throughout the year and, at the same time, rates of inventory accumulation were at high levels. In the early part of the year the increase in stocks was no doubt by and large planned but, as

## Chartered Bank Selected Assets

	Billions of dollars Dec. 1974	Annual rates of change			
		Years		Half-years <sup>(1)</sup>	
		Dec. 1972 to Dec. 1973	Dec. 1973 to Dec. 1974	Dec. 1973 to June 1974	June 1974 to Dec. 1974
Canadian liquid assets .....	12.7	3	14	11	18
(Canadian liquid assets, and other short-term Canadian assets <sup>(2)</sup> ) .....	(13.7)	(1)	(19)	(5)	(35)
Loans, mortgages and other investments ...	46.8	25	21	21	21
Canadian dollar loans .....	37.4	27	19	19	18
General loans .....	34.8	26	19	19	18
— unsecured personal .....	10.8	24	22	24	20
— business .....	20.6	27	20	22	18
Mortgages .....	5.9	34	33	37	30
Provincial, municipal and corporate securities <sup>(3)</sup> .....	2.4	4	7	7	7
Canadian dollar major assets .....	59.6	19	19	19	20
Memo:					
Bank business loans and foreign currency loans to residents plus commercial paper and bankers' acceptances <sup>(4)</sup> .....	26.7	25	33	33	33

<sup>(1)</sup> Seasonally adjusted.

<sup>(2)</sup> Canadian liquid assets plus short-term paper and chartered bank instruments; not seasonally adjusted.

<sup>(3)</sup> Excludes short-term paper; not seasonally adjusted.

<sup>(4)</sup> Includes short-term paper issued by Canadian financial institutions affiliated with foreign banks.

economic activity softened, the financing requirements appear to have reflected considerable involuntary accumulation of inventory.

Although the amount of mortgage market financing in 1974 as a whole was not substantially below the record level in 1973, there was a pronounced change in this market in the spring. The value of residential mortgage loan approvals on both new and existing housing declined substantially from very high levels after mortgage interest rates began to increase rapidly and the non-rate terms on mortgages were stiffened by the major lending institutions. Other factors such as uncertainties about prospective construction costs and rents also contributed importantly to the drop in mortgage approvals on new housing, which was especially marked for multiple units.

Net mortgage investment by the major lenders, which follows mortgage loan approvals with some lag, continued to be buoyant through the first half of 1974; during this period their mortgage portfolios increased at the same 25 per cent rate as during 1973. There was, however, a substantial deceleration in the growth of these portfolios during the second half of the year to a rate of about 15 per cent.

The slowing of the growth of consumer credit was less pronounced than in the case of mortgage credit. Sales of new automobiles, an important factor in the demand for consumer credit, remained at high levels until late in the third quarter but then weakened substantially.

Financing activity by the provinces and municipalities and their enterprises also increased appreciably during 1974. As in the case of private business, fixed



## Major Assets of Financial Institutions<sup>(1)</sup>

	Billions of dollars Dec. 1974	Annual rates of change			
		Years		Half-years <sup>(2)</sup>	
		Dec. 1972 to Dec. 1973	Dec. 1973 to Dec. 1974	Dec. 1973 to June 1974	June 1974 to Dec. 1974
Deposit-taking institutions					
Chartered banks <sup>(3)</sup> .....	59.6	19	19	19	20
Trust and mortgage loan companies and Quebec savings bank .....	18.9	23	16	23	10
Credit unions and caisses populaires .....	<u>10.0</u>	<u>25</u>	<u>18</u>	<u>20</u>	<u>17</u>
Sub-total .....	88.5	21	19	20	17
Contractual savings institutions					
Life insurance companies .....	20.0	9	9	10	8
Pension funds .....	<u>17.8</u>	<u>14</u>	<u>14</u>	<u>14</u>	<u>14</u>
Sub-total .....	37.8	11	11	11	10
Sales finance and consumer loan companies .....	<u>7.4</u>	<u>20</u>	<u>15</u>	<u>21</u>	<u>10</u>
Total .....	<u>133.6</u>	<u>18</u>	<u>16</u>	<u>17</u>	<u>15</u>

(1) Figures for December 1974 are estimated, except for banks.

(2) Seasonally adjusted.

(3) Canadian dollar major assets; average of Wednesdays.

investment outlays by provincial enterprises continued to rise strongly. The increase in this sector's financial requirements was met principally through higher net bond issues in foreign markets. There was a sizeable increase in borrowing in the United States where long-term interest rates were generally lower than those in Canada and, in the latter part of the year, almost \$½ billion of bonds were placed overseas.

Provincial and municipal borrowers and private business (including financial institutions) together raised just over \$3 billion in the Canadian bond market in 1974, much the same amount as in 1973. Borrowing in domestic markets picked up considerably in the closing months of the year and this increased activity continued into 1975. Net new issues of bonds sold to non-residents by these borrowers reached a record level of about \$2 billion in 1974 compared with \$750 million in the previous year.

The increased capital inflow resulting from net new bond issues sold to non-residents was partly offset by

substantially larger outflows for the financing of export credits and by smaller inflows of foreign direct investment in Canada. Short-term capital transactions, which gave rise to outflows of some \$¾ billion to \$1 billion in 1972 and 1973, are estimated to have resulted in inflows of a like amount in 1974. There were large and to some extent offsetting flows in the major categories of short-term capital in 1974. Although the foreign currency operations of the chartered banks gave rise to substantial outflows, transactions involving deposits at foreign banks, money market instruments and commercial leads and lags produced even larger inflows. Over-all, Canadian residents raised close to \$2 billion from foreign sources in 1974 following a year in which there had been no net recourse to foreign funds.



## Funds Raised by Major Non-financial Borrowers

	Billions of dollars		
	1972	1973	1974
<b>Non-financial Businesses</b>			
Increases in loans			
— chartered banks	2.3	3.8	4.3
— other institutions	0.5	1.1	1.9
Net new issues			
— Canadian dollar bonds	0.9	0.9	1.2
— foreign currency bonds	—	—	0.2
— stocks	0.4	0.4	0.4
— short-term paper	— 0.1	— 0.1	1.7
Direct investment from abroad	0.7	0.7	0.5
Total	4.8	6.8	10.1
<b>Mortgage Borrowers<sup>(1)</sup></b>			
Trust and mortgage loan companies <sup>(2)</sup>	1.6	2.7	2.4
Chartered banks	1.1	1.2	1.5
Other private institutions	1.4	2.4	2.3
Total	4.1	6.3	6.1
<b>Consumers</b>			
Chartered banks	1.4	1.7	1.9
Other sources	0.8	1.0	1.0
Total	2.2	2.8	3.0
Total Private Borrowing	11.0	15.9	19.2
<b>Provinces and Municipalities<sup>(3)</sup></b>			
Net new bond issues			
— purchased with CPP funds	1.0	1.0	1.2
— other Canadian dollar	1.5	1.4	1.3
— foreign currency	0.9	0.6	1.7
Net treasury bills and short-term paper issues	0.1	— 0.1	— 0.2
Chartered bank loans	0.1	0.4	0.3
Total	3.6	3.3	4.2
<b>Government of Canada</b>			
Net new issues			
— treasury bills	0.3	0.5	0.9
— Canadian dollar marketable bonds	0.1	— 0.2	0.9
— Canada Savings Bonds	1.2	— 0.4	2.4
Total	1.6	— 0.1	4.2
Total Borrowing	16.2	19.2	27.7

<sup>(1)</sup> These are principally mortgages secured by residential property. The figures exclude net mortgage lending by governments and their agencies, notably CMHC, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.

<sup>(2)</sup> Includes mortgage loan companies associated with chartered banks.

<sup>(3)</sup> Includes government enterprises. Loans from the Government of Canada are excluded. Canadian dollar bond issues placed in overseas markets are included in foreign currency issues.

## Bank of Canada Operations

---

This chapter provides a summary record of Bank of Canada operations during 1974 and early 1975.

### Monetary Policy Operations

During 1974 until late in the summer the Bank of Canada maintained a cash management policy that was designed on balance to offer resistance to the strong credit demands and to moderate the rate of monetary growth. In light of the changing economic prospects the Bank then adjusted its policy in order to facilitate a movement to easier monetary conditions.

Bank Rate was raised from  $7\frac{1}{4}$  per cent to  $8\frac{1}{4}$  per cent on April 15, 1974, to  $8\frac{3}{4}$  per cent on May 13 and finally to  $9\frac{1}{4}$  per cent on July 24. It remained at that level until November 18, when it was reduced to  $8\frac{3}{4}$  per cent. On January 13, 1975 the Bank Rate was reduced by a further one half of one percentage point to  $8\frac{1}{4}$  per cent.

The record of the chartered banks' cash reserve position during 1974 is shown in Appendix Table I. The level of excess cash reserves supplied to the banking system in support of the broad policy outlined above was affected from time to time by the Bank of Canada's response to changing pressures in financial markets. A striking example occurred in the spring of 1974 when a disruption of mail services added temporarily to the strong pressures that were already evident in the Canadian financial market. The Bank of Canada moderated the impact of these pressures by supplying excess cash reserves in unusually large amounts in order to accommodate the temporary increase in the amount of cash reserves that banks wished to hold. Another example occurred this year when the Bank tightened its cash reserve management

to prevent the rapid decline in money market interest rates in January from becoming excessive.

The monthly record of Bank of Canada transactions in Government of Canada securities and bankers' acceptances during 1974 is presented in Appendix Table III.

During the course of the year the par value of the Bank's holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances increased by \$1,115 million. This increase includes net open market operations, changes associated with new issues of treasury bills and bonds, and net transactions with Government accounts and with other clients. Open market operations accounted for \$535 million or almost half of the increase in the Bank's holdings of securities. In addition to assisting in the management of chartered bank cash reserves these transactions were helpful in stabilizing market conditions, particularly during periods of excessive rate pressures.

In late March and early April, when interest rates were rising rapidly, the Bank lent substantial support to markets through cash purchases of both short-term and medium-term Government of Canada bonds and through acquisitions of bonds in exchange for treasury bills. The bulk of the support was concentrated in the second half of March and in April when the Bank of Canada's portfolio of Government of Canada securities increased by about \$550 million over a period of six weeks. In early June the Bank became a net seller of Government of Canada bonds at a time when demand for the new Government of Canada issues being offered in connection with the June 15 refunding operation exceeded the supply available in the market. When the market experienced a substantial rally in October and November, the Bank again became a

seller of bonds for cash and on a switch basis against very short-term bonds and treasury bills. Although the Bank favoured the downward move in yields, the pace of yield adjustment became excessive at times and the Bank was acting to moderate the movement. In late November and December the Bank acquired large quantities of treasury bills and bankers' acceptances. The bill purchases were largely related to the reductions in the required minimum secondary reserve ratio. The bankers' acceptances acquired by the Bank were nearly all of a term to maturity of thirty days or less and these purchases were made primarily to assist cash management over the seasonal peak in note circulation that occurs at year-end. By the end of January these acceptances had all matured and the Bank held none in its portfolio.

The net additions to the Bank's holdings of Government of Canada bonds, treasury bills and bankers' acceptances over the year also made it possible for the Bank to reduce the level of its holdings of foreign currency assets resulting from temporary swap transactions with the Exchange Fund Account. The Canadian dollar value of these investments declined by \$214 million during 1974. As has been indicated in earlier Annual Reports, the Bank uses such temporary swap transactions to assist in its management of cash reserves and to provide flexibility in the timing of its transactions in Government of Canada securities.

In May the Bank announced a change in its practice with respect to the maximum rate at which it is prepared to enter into Purchase and Resale Agreements with money market dealers. The practice had been to set the PRA rate at  $\frac{1}{4}$  of one per cent above the average 91-day treasury bill rate at the latest weekly tender, subject to a minimum of Bank Rate minus  $\frac{3}{4}$  of one per cent and a maximum at the level of Bank Rate. Under the new practice the maximum PRA rate is Bank Rate plus  $\frac{1}{2}$  of one per cent. The change was made to permit flexibility in the relationship between the average 91-day bill rate at tender and the Bank Rate. In commenting on the change at the time the Bank stated that henceforth an average yield at tender on 91-day bills that equals or exceeds the Bank Rate or even the maximum PRA rate should not necessarily be regarded as foreshadowing a change in these rates.

The Bank of Canada reduced the required secondary reserve ratio of the chartered banks from 8 per cent to 7 per cent of their Canadian dollar deposit liabilities effective December 1974, and to 6 per cent effective

January 1975. These reductions were largely technical in nature. The Bank did not want to keep the secondary reserve requirement any higher than was necessary and circumstances were favourable for reducing it. The large Canada Savings Bond sale in November had increased the cash balances of the Government of Canada substantially and the programme of weekly additions to the outstanding amount of treasury bills, which make up the bulk of the banks' secondary reserves, was terminated at the end of November. The immediate increases in chartered bank "free" liquid asset holdings resulting from the reductions in the secondary requirement were substantially offset by the Bank of Canada through its cash reserve management and open market purchases of treasury bills, particularly on the occasion of the December reduction.\*

### Debt Management

During 1974 the outstanding amount of Government of Canada marketable securities payable in Canadian dollars plus Canada Savings Bonds increased by \$4,249 million. In addition ordinary foreign exchange transactions resulted in a net inflow of Canadian dollars to the Government of \$158 million. The Government's net Canadian dollar financing requirements for domestic transactions were about \$1.8 billion in 1974, and the Government's Canadian dollar cash balances increased by \$2,573 million over the year.

A net total of \$940 million was raised through additions to the outstanding amount of treasury bills. The treasury bill programme during the year included completing the establishment of a pattern of quarterly auctions of one-year bills.

Over the year the outstanding amount of Canadian dollar direct and guaranteed marketable bonds of the Government of Canada increased by \$868 million. (Details are given in Appendix Table IV). The Government borrowed in the bond market on six occasions, five of them at the maturity of outstanding issues. On four of these occasions the Government raised funds in excess of the amount of maturing issues, while on December 1, 1974, \$525 million of bonds were sold against a maturity of a like amount. On August 15,

\* The Bank of Canada announced on February 28 that the minimum secondary reserve ratio of the chartered banks was being reduced from 6 per cent to  $5\frac{1}{2}$  per cent, effective in March 1975.



1974 when there was no maturing bond issue, the Government raised \$250 million in new funds. Part of the \$550 million raised on February 1 was applied to advances to the Canadian National Railway Company in connection with the retirement of \$200 million of the Company's 3¾% bonds maturing February 1, 1974.

The new marketable bond issues sold in 1974 were mainly of short- and medium-term maturity, although one long-term issue with a 9½% coupon was sold on June 15 in the amount of \$150 million. Bonds with extendible options were offered in five of the new loans. The average term to maturity of outstanding unmatured marketable direct and guaranteed bonds shortened by three months over the year to five years, four months.

The management of Canada Savings Bonds presented particular difficulties in 1974. The rapid escalation of interest rates offered on competing investments during the spring and summer sharply increased the rate of redemption of Canada Savings Bonds. In order to give holders of the bonds a more attractive return, the Government of Canada announced on May 6 that a cash bonus would be payable on outstanding Canada Savings Bonds. The bonus raised the yield from May 1, 1974 to maturity to 9% and consisted of a payment at

maturity on bonds maturing on or before November 1, 1979, and two payments on bonds maturing after November 1, 1979, the first at that date and the second at maturity. The terms of the 1974/75 series of Canada Savings Bonds were announced on September 9. This series offered investors a nine-year bond with interest of 9¾% payable in each year, but without the option to compound interest that had been offered on recent issues. At the same time the Government announced an increase in the bonus payable on outstanding Canada Savings Bonds sufficient to produce an average yield of 10½% effective from September 1 to maturity.

Because of the declining trend of interest rates during the Canada Savings Bond campaign, the Bonds proved very attractive to investors and net sales during the campaign amounted to \$4,021 million. The series was withdrawn from sale on November 15. At the end of 1974 the outstanding amount of Canada Savings Bonds was \$2,441 million higher than a year earlier.

Holders of the 8% marketable bonds due October 1, 1974 had the option until April 1, 1974 to exchange their bonds into an equal par value of 8% bonds maturing October 1, 1986. In total, \$235 million of the bonds were exchanged, leaving \$190 million of the original issue to mature in October 1974.

## Government of Canada Financing, 1974

	Millions of dollars
<b>Requirements</b>	
Domestic transactions <sup>(1)</sup> .....	1,834
Ordinary exchange transactions .....	— 158
	1,676
<b>Financing</b>	
Net par value changes in Canadian dollar	
debt outstanding — Treasury bills .....	940
— Marketable bonds .....	868
— Canada Savings Bonds .....	2,441
	4,249
Increase (—) in Canadian dollar cash balances <sup>(2)</sup> .....	— 2,573
	1,676

<sup>(1)</sup> Including an advance to the Exchange Fund Account to permit remittance of profits, but excluding advances to the Canadian National Railway Company in connection with the retirement of \$200 million of the Company's bonds.

<sup>(2)</sup> Excluding the \$214 million impact of a reduction in temporary swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account.



In September the Government repaid a U.S. dollar denominated loan of U.S.\$45 million. The repayment was effected through a reduction in foreign exchange reserves and did not affect the Canadian dollar position of the Government.

In March 1974, the Government cancelled \$6 million of 5½% August 1, 1980 bonds which it had previously acquired under provisions of the purchase fund for this issue, leaving \$310 million of the issue outstanding.

### Foreign Exchange Operations

The Canadian dollar traded over a wider range in terms of the U.S. dollar during 1974 and early 1975 than in either of the two preceding years. At the beginning of 1974 Canada's balance of payments was expected to be less affected by the sharp increase in world oil prices than that of most industrial countries, and very large inflows of capital and advance conversion of export receipts contributed to a steady appreciation of the Canadian dollar against most currencies. In April the dollar reached a fourteen year high of U.S.\$1.0443, up from U.S.\$1.0040 at the end of 1973. In the second and third quarters capital inflows subsided and the deficit on current account increased, giving rise to a steady easing in the value of the Canadian dollar. In the fourth quarter the current account deficit increased sharply, but a marked increase in capital inflows moderated the tendency for the Canadian dollar to decline. At year-end the exchange value of the Canadian dollar was U.S.\$1.0095, and it declined further in the early weeks of 1975.

Canada's official international reserves rose by U.S.\$468 million in the first four months of the year, but subsequently declined by U.S.\$411 million, to a year-end level of U.S.\$5,825 million.

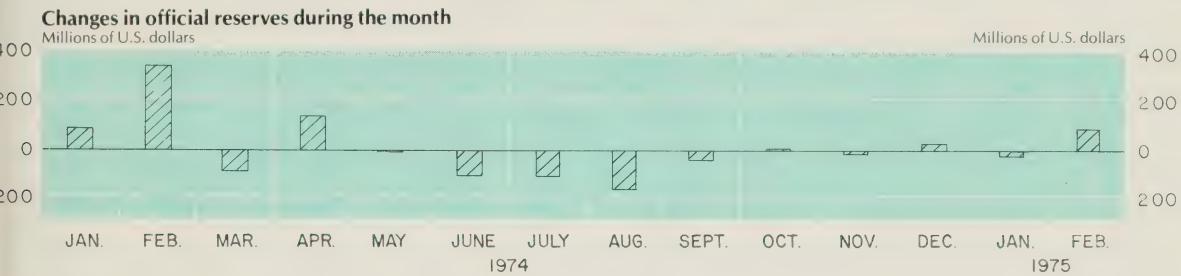
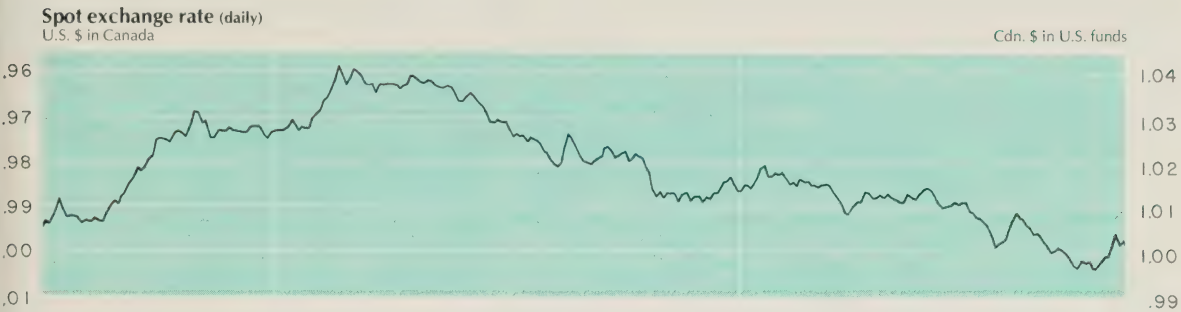
The Bank of Canada's purchases and sales of U.S. dollars on behalf of the Exchange Fund Account to maintain orderly conditions in the Canadian market accounted for a major part of reserve changes during the year. Reserve holdings were reduced by U.S.\$45 million as a result of the repayment of a 1949 Government of Canada U.S. dollar bond issue which matured in September. The method of valuing the Special Drawing Right, which had been in terms of gold, was altered by the IMF in July to a procedure based on a composite basket of currencies. The value of the SDR in terms of the U.S. dollar subsequently rose and as a result the value of Canada's holdings of assets denominated in SDRs increased by U.S.\$32 million from

July to the end of December.

The composition, though not the total, of Canada's reserves was affected during the year by loans of U.S.\$168 million to the International Monetary Fund related to a special oil facility under which Canada agreed to lend a maximum of Cdn.\$300 million. The loans reduced Canada's official holdings of U.S. dollars and increased our holdings of assets denominated in SDRs.

In April 1974 the Bank of Canada entered into a temporary financial arrangement with the Banca d'Italia in the amount of \$250 million. The arrangement was a stand-by facility that provided for simultaneous reciprocal drawings of Canadian dollars and Italian lire for short periods of time. The facility was part of a network of financing arrangements initiated by the Italian authorities involving international financial institutions and other central banks. It was similar in character to other international swap arrangements such as the one existing between the Bank of Canada and the United States Federal Reserve System and those arranged for a temporary period by the Bank of Canada in 1968 with the Bank for International Settlements, the Deutsche Bundesbank and the Banca d'Italia. This arrangement remained in effect until January 1975; no drawings were made under it.

# Exchange Rate and Official Reserves



# APPENDIX TABLE I

## Chartered Bank Cash Reserves

		Millions of dollars					Excess cash reserve ratio	Number of statutory days
		Requirements		Average holdings of Bank of Canada deposits	Cumulative excess reserves for the period			
		Total cash requirements	Average Bank of Canada notes			Required Bank of Canada deposits		
1974								
January	1-15	2,857	829	2,028	2,064	359	0.08	10
	16-31				2,060	383	0.07	12
February	1-15	2,902	937	1,965	1,998	358	0.07	11
	16-28				1,999	301	0.07	9
March	1-15	2,806	833	1,972	2,000	306	0.06	11
	16-31				2,016	435	0.09	10
April	1-15	2,803	833	1,970	2,020	505	0.11	10
	16-30				2,049	874	0.17	11
May	1-15	2,823	843	1,980	2,038	641	0.12	11
	16-31				2,042	677	0.13	11
June	1-15	2,961	856	2,105	2,165	596	0.12	10
	16-30				2,154	488	0.10	10
July	1-15	2,870	892	1,978	2,027	486	0.10	10
	16-31				2,017	468	0.08	12
August	1-15	2,984	917	2,067	2,110	478	0.09	11
	16-31				2,112	497	0.09	11
September	1-15	3,011	919	2,093	2,146	483	0.10	9
	16-30				2,141	530	0.09	11
October	1-15	3,038	933	2,105	2,153	480	0.09	10
	16-31				2,156	619	0.10	12
November	1-15	3,079	925	2,153	2,190	364	0.07	10
	16-30				2,187	340	0.06	10
December	1-15	3,228	934	2,294	2,336	419	0.08	10
	16-31				2,358	631	0.12	10
1975								
January <sup>(1)</sup>	1-15	3,550	948	2,602	2,638	361	0.06	10
	16-31				2,624	263	0.04	12
February <sup>(1)</sup>	1-15	3,611	1,070	2,541	2,567	263	0.05	10

<sup>(1)</sup> Preliminary.

## APPENDIX TABLE II

### Bank of Canada Assets and Liabilities

Monthly changes, millions of dollars

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Investment in IDB	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities		
						Chartered banks	Government of Canada	Other
1974								
January	+ 60	-256	+ 22	-145	-385	+ 34	+33	- 2
February	+ 24	- 74	+ 22	+ 50	+ 12	- 35	+53	- 9
March	+ 125	-196	+ 15	+ 89	+ 57	+ 56	-82	+ 2
April	+ 340	-240	+ 27	- 51	+150	- 61	- 8	- 5
May	- 20	+124	+ 16	+ 39	+ 82	+ 50	+26	+ 1
June	- 183	+376	+ 24	- 1	+171	+ 61	-17	-
July	+ 29	+ 15	+ 33	- 39	+129	- 93	+ 1	+ 1
August	+ 206	-126	+ 20	- 2	- 18	+ 66	+49	-
September	+ 87	- 99	+ 11	+ 24	- 20	+ 56	-37	+23
October	- 88	+ 88	+ 29	+ 9	+ 47	+ 4	-11	- 1
November	+ 33	- 44	+ 15	+ 43	+ 14	+ 30	-	+ 3
December	+ 389	+223	+ 12	+ 96	+498	+184	+ 4	+36
Total	+1,002	-209	+246	+112	+737	+352	+11	+49
1975								
January	+ 3	- 52	+ 26	-184	-491	+294	+ 5	-15



## APPENDIX TABLE III

### Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities

Delivered basis, par value in millions of dollars

	Net purchases from (+) or net sales to (-) investment dealers and banks <sup>(1)</sup>					Bankers' acceptances	Sub-total of bills and bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA
	Treasury bills	Bonds <sup>(2)</sup> 3 years and under	3-5 years	5-10 years	Over 10 years			
1974								
January	+ 18.0	+ 6.7	-	-	-	- 37.3	- 12.6	+ 154.7
February	-	+ 10.0	-10.0	-	-	-	-	- 65.1
March	+124.6	+ 0.4	-	-	-	-	+125.0	- 76.4
April	- 73.0	+116.0	+39.1	+7.2	-	-	+ 89.3	- 22.3
May	- 78.0	-	-	-	-	-	- 78.0	-
June	- 86.5	- 47.5	-	+0.1	+2.7	-	-131.2	-
July	+ 4.5	-	-	-	+0.2	-	+ 4.7	-
August	- 4.7	-	-	-	-	+ 1.0	- 3.7	-
September	+ 11.0	-	-	-	-	- 1.0	+ 10.0	+ 45.0
October	-117.5	- 2.6	-41.7	-	-	-	-161.8	- 31.9
November	+154.7	- 2.6	-67.3	-	-	+ 47.0	+131.8	+ 43.3
December	+468.4	-	-	-	-	+ 93.4	+561.8	- 56.4
Total	+421.5	+ 80.4	-79.9	+7.3	+2.9	+103.1	+535.3	- 9.1
1975								
January	+131.5	-	-	-	-	-140.3	- 8.8	-

<sup>(1)</sup> During 1974 advances by the Bank of Canada to the chartered banks were outstanding on 49 business days. Purchase and resale agreements with money market dealers were outstanding on 110 business days. Over the year as a whole, the average daily amount of advances outstanding was \$7.4 million. The average daily amount of securities held by the Bank of Canada under PRA was \$25.9 million.

<sup>(2)</sup> Classified by years to maturity at time of transactions.

## Bankers' Acceptances

Net transactions with Government and other client accounts							
Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (-) Government and client accounts		Net change in holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances			
Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bankers' acceptances	Total
+ 13.4	-	-101.5	-12.3	- 59.6	+118.6	- 17.3	+ 41.7
+ 8.6	+123.1	- 39.7	-21.4	- 8.5	+ 33.7	- 19.7	+ 5.5
+ 89.1	-	- 28.5	+19.1	+150.9	- 23.6	+ 1.0	+ 128.3
+ 69.5	+152.7	+ 53.6	- 0.7	+ 50.1	+295.1	- 3.3	+ 341.9
+ 69.3	-	- 7.9	- 2.8	- 16.6	- 2.8	-	- 19.4
+ 8.8	+ 9.9	- 67.5	- 6.7	-145.2	- 41.5	-	- 186.7
+ 70.5	-	- 45.0	- 1.7	+ 30.0	- 1.5	-	+ 28.5
+134.9	+125.1	- 35.5	- 9.0	+ 94.7	+116.1	+ 1.0	+ 211.8
+ 58.4	- 9.9	- 8.5	- 4.2	+ 61.5	+ 23.8	+ 5.5	+ 90.8
+ 0.2	+140.8	- 39.9	- 5.9	-156.1	+ 63.1	- 5.5	- 98.5
- 29.6	-	- 67.8	+18.0	+ 81.3	- 38.2	+ 52.5	+ 95.6
- 1.5	+ 0.9	- 1.4	-27.5	+439.8	- 50.7	+ 86.8	+ 475.9
<u>+491.6</u>	<u>+542.6</u>	<u>-389.6</u>	<u>-55.1</u>	<u>+522.0</u>	<u>+492.0</u>	<u>+101.0</u>	<u>+1,115.0</u>
- 21.8	-	- 88.3	-18.2	+ 21.4	- 18.2	-140.3	- 137.1

# APPENDIX TABLE IV

## Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities\*: New Issues and Retirements

Date in 1974	Issues offered	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct					
Feb.	1	7% Dec. 1, 1976 <sup>(1)</sup>	2 yrs. 10 mos.	7.00	225
		7½% Dec. 1, 1980 <sup>(2)(3)</sup>	6 yrs. 10 mos.	7.40	325
					550 <sup>(4)</sup>
					200
Feb.	8	Treasury bills	364 days	6.14	150
Mar.	1				125
					6 <sup>(5)</sup>
Apr.	1	6½% Apr. 1, 1977 <sup>(6)</sup>	3 yrs.	7.01	225
		7% Apr. 1, 1979 <sup>(7)</sup>	5 yrs.	7.30	325
					550
					405
May	10	Treasury bills	364 days	8.40	175
					125
June	15	9¼% Feb. 1, 1976	1 yr. 7½ mos.	9.25	100
		9¼% Feb. 1, 1977 <sup>(8)</sup>	2 yrs 7½ mos.	9.25	350
		9½% June 15, 1994 <sup>(9)</sup>	20 yrs.	9.50	150
					600
					450
Aug.	9	Treasury bills	364 days	9.02	150
					150
Aug.	15	9¼% Feb. 1, 1977 <sup>(10)(11)</sup>	2 yrs. 5½ mos.	9.25	250
					250
Oct.	1	9¼% Feb. 1, 1976 <sup>(12)</sup>	1 yr. 4 mos.	9.25	50
		9¼% Apr. 1, 1978 <sup>(13)</sup>	3 yrs. 6 mos.	9.25	325
					375
					190
Nov.	22	Treasury bills	364 days	6.83	150
					150
Dec.	1	7½% July 1, 1978	3 yrs. 7 mos.	7.42	525
		Total bonds			2,850
		Total treasury bills*			625
Issues payable in Canadian dollars – guaranteed					
Feb.	1				200 <sup>(14)</sup>
Dec.	28				6 <sup>(15)</sup>
Issues payable in foreign currencies					
Apr.	15				1 <sup>(16)</sup>
Sept.	1				44 <sup>(17)</sup>
Oct.	15				1 <sup>(16)</sup>

\* Excludes three-month and six-month treasury bills.

- (1) In addition to \$125 million 7% December 1, 1976 already outstanding.
- (2) Exchangeable at option of holder from December 1, 1979 to May 31, 1980 into an equal par value of 7-year 8% bonds dated December 1, 1980 and due December 1, 1987 giving a combined average yield of 7.63% for the full 13-year 10-month period commencing February 1, 1974.
- (3) In addition to \$475 million December 1, 1980 already outstanding.
- (4) Proceeds partially applied to advances to the Canadian National Railway Company in connection with the retirement of \$200 million of the Company's 3 $\frac{3}{4}$ % bonds maturing February 1, 1974.
- (5) Cancellation of 5 $\frac{1}{2}$ % August 1, 1980 bonds held by the Purchase Fund.
- (6) In addition to \$450 million 6 $\frac{1}{2}$ % April 1, 1977 already outstanding.
- (7) Exchangeable at option of holder from April 1, 1978 to September 30, 1978 into an equal par value of 5-year 8% bonds dated April 1, 1979 and due April 1, 1984 giving a combined average yield of 7.59% for the full 10-year period commencing April 1, 1974.
- (8) Exchangeable at option of holder on or before November 1, 1976 into an equal par value of 9 $\frac{1}{4}$ % bonds due February 1, 1982 yielding 9.25% for the 7-year 7 $\frac{1}{2}$ -month period commencing June 15, 1974.
- (9) The Government of Canada will operate a Purchase Fund for this issue.
- (10) Exchangeable at option of holder on or before November 1, 1976 into an equal par value of 9 $\frac{1}{4}$ % bonds due February 1, 1982 yielding 9.25% for the 7-year 5 $\frac{1}{2}$ -month period commencing August 15, 1974.
- (11) In addition to \$350 million 9 $\frac{1}{4}$ % February 1, 1977 already outstanding.
- (12) In addition to \$100 million 9 $\frac{1}{4}$ % February 1, 1976 already outstanding.
- (13) Exchangeable at option of holder on or before January 1, 1978 into an equal par value of 9 $\frac{1}{4}$ % bonds due April 1, 1984 yielding 9.25% for the 9-year 6-month period commencing October 1, 1974.
- (14) Maturity of Canadian National Railway Company 3 $\frac{3}{4}$ % bonds issued February 1, 1954.
- (15) Cancellation by purchase funds of the following Canadian National Railway bonds: \$1.3 million of 5% May 15, 1977; \$1.9 million of 5 $\frac{3}{4}$ % January 1, 1985; \$2.8 million of 5% October 1, 1987.
- (16) Partial redemption at par of U.S. – pay 5% October 15, 1987 for Sinking Fund.
- (17) Maturity of 2 $\frac{3}{4}$ % U.S. bonds issued September 1, 1949.



## **Withdrawal of Foreign Borrowing Guidelines**

---

### **Department of Finance Press Release, dated February 27, 1975**

Finance Minister John N. Turner today announced the withdrawal of the foreign borrowing guidelines introduced by the government in 1970.

Mr. Turner said the government no longer wishes Canadian borrowers to feel constrained by the request made by his predecessor and since repeated on several occasions to explore fully the availability of funds in the Canadian capital market before floating issues outside of Canada. This specific request to Canadian borrowers is being withdrawn at this time because the current account of Canada's balance of payments is not now in a surplus position as it was when the request was made.

Mr. Turner noted that the House of Commons last week approved an amendment to Clause 118 of Bill C-49. The effect of that amendment was to extend the exemption from withholding tax for interest on government bonds for a further three-year period – that is, government securities issued before 1979. This should resolve the immediate problem which has been of particular concern to the provinces – the problem of organizing their budgetary and borrowing requirements over the difficult next period of several years.

The Minister expressed confidence that these changes will help Canadian authorities and businesses in planning their financial affairs.

# BANK OF CANADA Statement of Income and Expense

Year Ended December 31, 1974  
(with comparative figures for 1973)

	1974	1973
	(thousands of dollars)	
<b>INCOME</b>		
Revenue from investments and other income .....	\$518,293	\$404,069
<b>EXPENSE</b>		
Salaries <sup>(1)</sup> .....	\$ 13,800	\$ 11,442
Contributions to pension and insurance funds .....	3,962	3,237
Other staff expenses <sup>(2)</sup> .....	1,200	1,022
Directors' fees .....	32	39
Auditors' fees and expenses .....	142	141
Taxes - municipal and business .....	1,958	1,776
Bank note costs .....	8,448	7,479
Data processing and computer costs .....	1,171	913
Maintenance of premises and equipment - net .....	1,533	1,309
Printing of publications .....	410	365
Other printing and stationery .....	514	369
Postage and express .....	341	323
Telecommunications .....	417	413
Travel and staff transfers .....	529	535
Interest .....	765	112
Other expenses .....	460	475
	\$ 35,682	\$ 29,950
Depreciation on buildings and equipment .....	1,304	1,181
NET INCOME PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA .....	481,307	372,938
	\$518,293	\$404,069

(1) The number of staff averaged 1,304 in 1973 and 1,354 in 1974.

(2) Includes cafeteria expenses, retirement allowances, overtime pay, educational training costs and medical services.

## BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1974

ASSETS	1974 (thousands of dollars)	1973
<b>Deposits in foreign currencies:</b>		
Pounds sterling and U.S.A. dollars .....	\$ 7,699	\$ 32,066
Other currencies .....	347	434
	<u>8,046</u>	<u>32,500</u>
<b>Cheques drawn on other banks .....</b>	<u>182,544</u>	<u>134,106</u>
<b>Advances to chartered and savings banks .....</b>	<u>8,000</u>	<u>—</u>
<b>Accrued interest on investments .....</b>	<u>127,174</u>	<u>104,062</u>
<b>Bills bought in open market, not including     treasury bills, at cost .....</b>	<u>139,741</u>	<u>39,185</u>
<b>Investments — at amortized values:</b>		
Treasury bills of Canada .....	1,590,311	1,081,053
Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years .....	2,528,675	2,282,253
Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years .....	2,859,628	2,612,498
Debentures issued by Industrial Development Bank .....	891,960	656,784
Securities issued by the United Kingdom and the United States of America .....	570,039	775,988
Other securities .....	<u>2,633</u>	<u>2,633</u>
	<u>8,443,246</u>	<u>7,411,209</u>
<b>Industrial Development Bank:</b>		
Total issued share capital, at cost (note) .....	<u>73,000</u>	<u>64,000</u>
<b>Bank premises:</b>		
Land, buildings and equipment .....	<u>44,727</u>	<u>29,509</u>
Cost less accumulated depreciation .....		
<b>Net balance of Government of Canada collections     and payments in process of settlement .....</b>	<u>155,132</u>	<u>178,521</u>
<b>Other assets .....</b>	<u>2,507</u>	<u>6,130</u>
	<u>\$ 9,184,117</u>	<u>\$ 7,999,222</u>

LIABILITIES	1974 (thousands of dollars)	1973
Capital paid up .....	\$ 5,000	\$ 5,000
Rest fund .....	25,000	25,000
Notes in circulation .....	6,290,476	5,551,218
Deposits:		
Government of Canada .....	16,695	6,356
Chartered banks .....	2,361,274	2,006,452
Other .....	101,319	54,174
	2,479,288	2,066,982
Liabilities in foreign currencies:		
Government of Canada .....	1,681	25,007
Other .....	197	165
	1,878	25,172
Bank of Canada cheques outstanding .....	373,369	322,140
Other liabilities .....	9,106	3,710
	<u>\$ 9,184,117</u>	<u>\$ 7,999,222</u>

NOTE: The audited financial statements of the Industrial Development Bank as at September 30, 1974 show an equity of \$104,293,146 at which date the Bank of Canada's investment in the share capital was \$71,000,000. As soon as possible after the coming into force of the Federal Business Development Bank Act, the Minister of Finance shall, as provided in the Act, authorize payment out of the Consolidated Revenue Fund to the Bank of Canada of an amount equal to the par value of the outstanding shares of the Industrial Development Bank held by the Bank of Canada at that time.

Governor, **G. K. BOUEY**

Chief Accountant, **A. ROUSSEAU**

**Auditors' Report** We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1974 and the statement of income and expense for the year then ended. Our examination included a general review of the accounting procedures and such tests of accounting records and other supporting evidence as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1974 and the results of its operations for the year then ended.

**GÉRALD PRÉFONTAINE, C.A.**  
de la firme Séguin, Préfontaine, Patenaude & Cie

**G. I. CRAIG, C.A.**  
of the firm Price Waterhouse & Co.

Ottawa, Canada, January 23, 1975





## Board of Directors

---

G. K. BOUEY	OTTAWA Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
J. G. BURCHILL	NELSON-MIRAMICHI, N.B.
R. W. CAMPBELL	CALGARY, ALTA.
C. A. DAGENAIS	MONTREAL, QUE.
W. R. JENKINS	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
S. KANEE	WINNIPEG, MAN.
S. G. LAKE	RAMEA, NFLD.
J. G. LANGS, Q.C.	HAMILTON, ONT.
J. L. LEWTAS, Q.C.	TORONTO, ONT. <i>Member of the Executive Committee</i>
J. W. E. MINGO, Q.C.	HALIFAX, N.S.
J. A. STACK	SASKATOON, SASK.
J. TASCHEREAU	QUEBEC, QUE. <i>Member of the Executive Committee</i>
A. WALTON	VANCOUVER, B.C.

### **Ex-officio**

S.S. REISMAN	OTTAWA Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>
--------------	--

## Officers

G. K. BOUEY, *Governor*  
R. W. LAWSON, *Senior Deputy Governor*

G. E. FREEMAN, *Deputy Governor*  
\*B. J. DRABBLE, *Deputy Governor*  
R. JOHNSTONE, *Adviser*

J. N. R. WILSON, *Adviser*

ALAIN JUBINVILLE, *Deputy Governor*  
D. J. R. HUMPHREYS, *Deputy Governor*  
JACQUES A. BUSSIÈRES, *Adviser*

L. F. MUNDY, *Director of Administrative Operations*

G. HAMILTON, *Secretary*

\*On leave of absence as an Executive Director of the International Monetary Fund

D. A. THOMPSON, *Auditor*  
D. G. WARNER, *Assistant Auditor*

A. ROUSSEAU, *Chief Accountant*

### Securities Department

D. G. M. BENNETT, *Chief*

J. M. ANDREWS, *Deputy Chief*  
A. W. NOBLE, *Deputy Chief*  
H. JANSSEN, *Assistant Chief*  
I. D. CLUNIE, *Assistant Chief*  
J. E. ARSENAULT, *Administrative Officer*

F. FAURE, *Deputy Chief*  
V. O'REGAN, *Securities Adviser*  
J. M. McCORMACK, *Assistant Chief*  
J. D. G. A. DUBUC, *Securities Officer*

#### Toronto Division

J. T. BAXTER, *Chief*  
T. NOËL, *Assistant Chief*  
J. KIERSTEAD, *Securities Officer*

#### Montreal Division

J. CLÉMENT, *Chief*  
T. G. BOLAND, *Securities Adviser*  
L. PELLAND, *Securities Officer*

D. R. CAMERON — *Vancouver Representative*

### Research Department

J. W. CROW, *Chief*

\*D. B. BAIN, *Deputy Chief*  
D. R. STEPHENSON, *Assistant Chief*  
DOROTHY J. POWELL, *Editorial Adviser*  
S. L. HARRIS, *Research Officer*  
T. MAXWELL, *Research Officer*  
R. PARTRIDGE, *Research Officer*

A. G. KEITH, *Research Adviser*  
G. B. GLORIEUX, *Assistant Chief*  
A. C. MACKENZIE, *Research Officer*  
J.-G. TURCOTTE, *Research Officer*  
J. A. COOMBS, *Research Officer*  
SHEILA I. BALATTI, *Chief Librarian*

\*Seconded for planning of new Head Office

### Department of Banking and Financial Analysis

W. A. MCKAY, *Chief*

\*G. G. THIESSEN, *Deputy Chief*  
S. VACHON, *Research Adviser*  
\*J. F. DINGLE, *Research Officer*  
G. W. KING, *Research Officer*  
A. J. THOMSON, *Research Officer*

J. E. H. CONDER, *Deputy Chief*  
W. R. WHITE, *Assistant Chief*  
R. L. FLETT, *Research Officer*  
T. F. BRADY, *Research Officer*

\*On leave of absence

## International Department

EDITH M. WHYTE, *Chief*

J. S. ROBERTS, *Assistant Chief*

A. F. PIPHER, *Foreign Exchange Adviser – Toronto*

K. A. WUST, *Foreign Exchange Officer – Montreal*

W. E. ALEXANDER, *Research Officer*

A. C. LAMB, *Assistant Chief*

D. W. ADOLPH, *Foreign Exchange Officer*

\*D. E. SMEE, *Research Officer*

R. F. S. JARRETT, *Research Officer*

\*On leave of absence

## Department of Personnel Administration

H. A. D. SCOTT, *Chief*

G. A. LAFRAMBOISE, *Chief,*

*Manpower Planning & Development Division*

R. H. OSBORNE, *Chief,*

*Employment & Liaison Services Division*

P. E. CLOUTIER, *Chief,*

*Compensation Services Division*

A. JOHNSTON, *Chief,*

*Payroll Administration Division*

## Department of Administrative Operations

A. J. BAWDEN, *Chief*

A. J. NORTON, *Deputy Chief*

J. M. E. MORIN, *Assistant Chief*

S. V. SUGGETT, *Special Assistant*

E. B. HODGE, *Superintendent of Premises*

*Currency Division*

H. F. BUTLER, *Chief*

L. G. ROWE, *Deputy Chief*

LUCILLE LAFRANCE, *Accountant*

*Public Debt Division*

R. F. ARCHAMBAULT, *Chief*

R. F. PRITCHARD, *Deputy Chief*

## Secretary's Department

G. HAMILTON, *Secretary*

C. R. TOUSAW, *Assistant Secretary*

I. G. L. FREETH, *Chief, Computer Services Division*

S. S. CARROLL, *Curator, Numismatic Collection*

D. G. WILSON, *Records Manager*

G. B. MAY, *Adviser, Management Systems & Planning*

A. P. ADAMEK, *Information Systems Adviser*

J. STEINHAEUER, *Chief, Translation Services*

L. TESSIER, *Graphics Manager*

G. S. WATTS, *Archivist*

## Agencies

HALIFAX	E. L. JOHNSON, <i>Agent</i>
SAINT JOHN, N.B.	G. H. SMITH, <i>Agent</i>
MONTREAL	J. E. R. ROCHEFORT, <i>Agent</i>
	R. MARCOTTE, <i>Assistant Agent</i>
OTTAWA	T. D. MACKAY, <i>Agent</i>
TORONTO	D. D. NORWICH, <i>Agent</i>
	C. A. ST-LOUIS, <i>Assistant Agent</i>
WINNIPEG	R. E. ROBERTSON, <i>Agent</i>
REGINA	J. C. FRASER, <i>Agent</i>
CALGARY	H. PROWSE, <i>Agent</i>
VANCOUVER	J. C. NESBITT, <i>Acting Agent</i>







## **Département des Relations Internationales**

EDITH M. WHYTE, *Chef*

J. S. ROBERTS, *Chef adjoint*  
A. F. PIPHER, *Cambiste-conseil - Toronto*  
K. A. WUST, *Cambiste - Montréal*  
W. E. ALEXANDER, *Chargé de recherches*  
\*Congé d'études

## **Direction du Personnel**

H. A. D. SCOTT, *Chef*

G. A. LAFRAMBOISE, *Chef*  
Section de la planification et du perfectionnement des effectifs  
R. H. OSBORNE, *Chef*  
Section de la dotation en personnel et de la liaison  
Section de la paye

## **Département des Opérations Administratives**

A. J. BAWDEN, *Chef*

A. J. NORTON, *Sous-chef*  
J. M. E. MORIN, *Chef adjoint*  
E. B. HODGE, *Chef du Service des immeubles*

Section de la Monnaie  
H. F. BUTLER, *Chef*  
L. G. ROWE, *Sous-chef*  
LUCILLE LAFRANCE, *Comptable*

## **Secrétariat**

G. HAMILTON, *Secrétaire*

C. R. TOUSAW, *Secrétaire adjoint*  
I. G. L. FREETH, *Chef de la Section d'informatique*  
S. S. CARROLL, *Conservateur de la collection numismatique*  
D. G. WILSON, *Gestionnaire des documents*  
G. S. WATTS, *Archiviste*

## **Agences**

HALIFAX E. L. JOHNSON, *Agent*  
SAINT-JEAN (N.-B.) G. H. SMITH, *Agent*  
MONTREAL J. E. R. ROCHEFORT, *Agent*  
R. MARCOTTE, *Agent adjoint*  
OTTAWA T. D. MACKAY, *Agent*  
TORONTO D. D. NORWICH, *Agent*  
C. A. ST-LOUIS, *Agent adjoint*  
WINNIPEG R. E. ROBERTSON, *Agent*  
REGINA J. C. FRASER, *Agent*  
CALGARY H. PROWSE, *Agent*  
VANCOUVER J. C. NESBITT, *Agent intermédiaire*

G. K. BOUEY, Gouverneur  
R. W. LAWSON, Premier Sous-Gouverneur  
ALAIN JUBINVILLE, Sous-Gouverneur  
D. J. R. HUMPHREYS, Sous-Gouverneur  
JACQUES A. BUSSIÈRES, Conseiller  
G. HAMILTON, Secrétaire

\*Détaché au Fonds Monétaire International en qualité d'Administrateur

D. A. THOMPSON, Vérificateur  
D. G. WARNER, Vérificateur adjoint

A. ROUSSEAU, Chef de la Comptabilité

### Département des Valeurs

D. G. M. BENNETT, Chef

F. FAURE, Sous-chef  
V. O'REGAN, Conseiller en valeurs  
J. M. MCCORMACK, Chef adjoint  
J. D. G. A. DUBUC, Préposé aux valeurs

Bureau de Toronto

J. T. BAXTER, Chef  
T. NOËL, Chef adjoint  
J. KIERSTAD, Préposé aux valeurs

Bureau de Montréal

J. CLÉMENT, Chef  
T. G. BOLAND, Conseiller en valeurs  
L. PELLAND, Préposé aux valeurs

### Département des Recherches

J. W. CROW, Chef

A. G. KEITH, Conseiller en recherches  
G. B. GLORIEUX, Chef adjoint  
A. C. MACKENZIE, Chargé de recherches  
J.-G. TURCOTTE, Chargé de recherches  
J. A. COOMBS, Chargé de recherches  
SHEILA I. BALATTI, Bibliothécaire en chef

\*Détaché à la planification des nouveaux immeubles du Siège

### Département des Etudes Bancaires et Financières

W. A. MCKAY, Chef

J. E. H. CONDER, Sous-chef  
W. R. WHITE, Chef adjoint  
R. L. FLETT, Chargé de recherches  
T. F. BRADY, Chargé de recherches

\*Congé d'études

\*G. C. THIESSEN, Sous-chef  
S. VACHON, Conseiller en recherches  
\*J. F. DINGLE, Chargé de recherches  
G. W. KING, Chargé de recherches  
A. J. THOMSON, Chargé de recherches



G. K. BOUEY	OTTAWA	Gouverneur	Membre du Comité de direction
R. W. LAWSON	OTTAWA	Premier Sous-Gouverneur	Membre du Comité de direction
J. G. BURCHILL	NELSON-MIRAMICHI (NOUVEAU-BRUNSWICK)		
R. W. CAMPBELL	CALGARY (ALBERTA)		
C. A. DAGENAIS	MONTREAL (QUEBEC)		
W. R. JENKINS	CHARLOTTETOWN (ILE-DU-PRINCE-EDOUARD)		
S. KANEE	WINNIPEG (MANITOBA)		
S. G. LAKE	RAMSEA (TERRE-NEUVE)		
J. G. LANGS, C.R.	HAMILTON (ONTARIO)		
J. L. LEWTAS, C.R.	TORONTO (ONTARIO)		Membre du Comité de direction
J. W. E. MINGO, C.R.	HALIFAX (NOUVELLE-ECOSSE)		
J. A. STACK	SASKATOON (SASKATCHEWAN)		
J. TASCHEREAU	QUEBEC (QUEBEC)		Membre du Comité de direction
A. WALTON	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)		
<b>Membre d'office</b>			
S. S. REISMAN	OTTAWA	Sous-ministre des Finances	Membre du Comité de direction



# PASSIF

	1974	1973
Capital versé .....	\$ 5,000	\$ 5,000
Fonds de réserve .....	25,000	25,000
Billets en circulation .....	6,290,476	5,551,218
Dépôts:		
Gouvernement du Canada .....	16,695	6,356
Banques à charte .....	2,361,274	2,006,452
Autres dépôts .....	101,319	54,174
	2,479,288	2,066,982
Passif en devises étrangères:		
Gouvernement du Canada .....	1,681	25,007
Autres .....	197	165
	1,878	25,172
Chèques de la Banque du Canada non compensés .....	373,369	322,140
Autres éléments de passif .....	9,106	3,710
	\$ 9,184,117	\$ 7,999,222

(en milliers de dollars)

Le Gouverneur, G. K. BOUEY  
Le chef de la comptabilité, A. ROUSSEAU

**Rapport des vérificateurs** Nous avons examiné l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1974, ainsi que l'état des revenus et des dépenses pour l'exercice clos à cette date. Notre examen a comporté une revue générale des procédés comptables ainsi que les sondages des livres et autres preuves à l'appui que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances. A notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1974, ainsi que les résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date.

GÉRALD PRÉFONTAINE, C.A.  
de la firme Séguin, Préfontaine, Patenaude & Cie  
Ottawa, Canada, le 23 janvier 1975.

# BANQUE DU CANADA État de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1974

ACTIF

	1974	1973
<b>Dépôts en devises étrangères:</b>		
Livres sterling et dollars des États-Unis d'Amérique .....	\$ 7,699	\$ 32,066
Autres devises .....	347	434
Chèques tirés sur autres banques .....	8,046	32,500
Avances aux banques à charte et banque d'épargne .....	182,544	134,106
Intérêts courus sur placements .....	8,000	—
Effets achetés sur le marché libre, bons du Trésor exceptés, au coût .....	127,174	104,062
<b>Portefeuille-titres, à la valeur amortie:</b>	139,741	39,185
Bons du Trésor du Canada .....	1,590,311	1,081,053
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances dans les trois ans .....	2,528,675	2,282,253
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances à plus de trois ans .....	2,859,628	2,612,498
Débentures émises par la Banque d'expansion industrielle ..	891,960	656,784
Titres émis par le Royaume-Uni et par les États-Unis d'Amérique .....	570,039	775,988
Autres titres .....	2,633	2,633
<b>Banque d'expansion industrielle:</b>	8,443,246	7,411,209
Prix d'achat de tout le capital-actions émis (Note) .....	73,000	64,000
<b>Immobilisations:</b>		
Terrains, bâtiments et mobilier, au prix coûtant, moins amortissement accumulé .....	44,727	29,509
<b>Solde des recouvrements et des paiements pour le Gouvernement du Canada, en cours de règlement .....</b>	<b>155,132</b>	<b>178,521</b>
<b>Autres éléments d'actif .....</b>	<b>2,507</b>	<b>6,130</b>
	<u>\$ 9,184,117</u>	<u>\$ 7,999,222</u>

(en milliers de dollars)



# BANQUE DU CANADA État des revenus et des dépenses

Exercice clos le 31 décembre 1974  
(avec chiffres comparatifs pour 1973)

	1974	1973	(en milliers de dollars)
<b>REVENUS</b>			
Revenus du portefeuille-titres et autres revenus .....	\$518,293	\$404,069	
<b>DÉPENSES</b>			
Traitements <sup>(1)</sup> .....	\$ 13,800	\$ 11,442	
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ..	3,962	3,237	
Autres frais de personnel <sup>(2)</sup> .....	1,200	1,022	
Honoraires des administrateurs .....	32	39	
Honoraires et frais des vérificateurs .....	142	141	
Impôts municipaux et taxes d'affaires .....	1,958	1,776	
Coût des billets de banque .....	8,448	7,479	
Informatique .....	1,171	913	
Entretien des immeubles et de l'équipement (montant net) .....	1,533	1,309	
Impression des publications .....	410	365	
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau .....	514	369	
Postes et messageries .....	341	323	
Télécommunications .....	417	413	
Déplacements et mutations .....	529	535	
Intérêt .....	765	112	
Autres dépenses .....	460	475	
Amortissement des bâtiments et de l'équipement .....	1,304	1,181	
<b>REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU</b>			
<b>RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA .....</b>	<b>481,307</b>	<b>372,938</b>	
	<u>\$518,293</u>	<u>\$404,069</u>	

(1) Nombre moyen d'employés: 1,304 en 1973 et 1,354 en 1974.  
(2) Y compris les frais de services de catégorisation, de gratifications de retraite, d'heures supplémentaires, de formation professionnelle et de services médicaux.

Le ministre des Finances, M. John N. Turner, a annoncé aujourd'hui la suppression des lignes directrices relatives aux emprunts à l'étranger, instituées par le gouvernement en 1970.

M. Turner a déclaré que le gouvernement juge à propos de libérer les emprunteurs canadiens d'une contrainte imposée par son prédécesseur, et réitérée à maintes occasions depuis, selon laquelle on leur demandait d'exploiter pleinement les possibilités d'emprunt au Canada avant de recourir à l'émission d'obligations à l'étranger. Les lignes directrices s'adressant aux emprunteurs canadiens sont aujourd'hui supprimées parce que, contrairement à l'époque qui a précédé celle-ci, la balance de paiements du Canada au compte courant n'accuse, à l'heure actuelle, aucun surplus.

M. Turner a fait remarquer que la Chambre des communes approuvait, la semaine dernière, une modification apportée à la clause 118 du projet de loi C-49, laquelle prolongera de trois ans l'exemption au titre de retenue d'impôts à la source, dont jouit l'intérêt venant d'obligations ou titres émis par le gouvernement avant 1979. Cette démarche aura pour effet d'apporter une solution immédiate au problème qu'ont soulevé les provinces, soit à la planification de leurs besoins budgétaires et de financement respectifs, en prévision d'une période d'années difficiles.

Le ministre a affirmé que ces modifications faciliteront la tâche des autorités canadiennes et des entreprises en matière de planification budgétaire.

\* À l'exclusion des bons du Trésor à trois et à six mois.

- (1) En plus des 125 millions de dollars d'obligations 7% 1<sup>er</sup> décembre 1976 déjà en circulation.
- (2) Titrés échangeables au gré du porteur, au pair, du 1<sup>er</sup> décembre 1979 au 31 mai 1980 en obligations à 7 ans 8%, jouissance 1<sup>er</sup> décembre 1980, échéance 1<sup>er</sup> décembre 1987, l'exercice de ce droit porte à 7,63% le taux de rendement moyen sur la période de 13 ans et 10 mois allant du 1<sup>er</sup> février 1974 au 1<sup>er</sup> décembre 1987.
- (3) En plus des 475 millions de dollars d'obligations 1<sup>er</sup> décembre 1980 déjà en circulation.
- (4) Une partie du produit de cette émission a été avancée au Canadien National, dont 200 millions de dollars d'obligations 3¾% arrivaient à échéance le 1<sup>er</sup> février 1974.
- (5) Annulation d'obligations 5½% 1<sup>er</sup> août 1980 détenues par le fonds de rachat.
- (6) En plus des 450 millions de dollars d'obligations 6½% 1<sup>er</sup> avril 1977 déjà en circulation.
- (7) Titrés échangeables au gré du porteur, au pair, du 1<sup>er</sup> avril 1978 au 30 septembre 1978 en obligations à 5 ans 8%, jouissance 1<sup>er</sup> avril 1979, échéance 1<sup>er</sup> avril 1984, l'exercice de ce droit porte à 7,59% le taux de rendement moyen sur la période de 10 ans allant du 1<sup>er</sup> avril 1974 au 1<sup>er</sup> avril 1984.
- (8) Titrés échangeables au gré du porteur, au pair, le ou avant le 1<sup>er</sup> novembre 1976 en obligations 9¼%, échéance 1<sup>er</sup> février 1982, l'exercice de ce droit porte à 9,25% le taux de rendement sur la période de 7 ans et 7½ mois allant du 15 juin 1974 au 1<sup>er</sup> février 1982.
- (9) Cette émission donnera lieu à la création d'un fonds de rachat par le gouvernement canadien.
- (10) Titrés échangeables au gré du porteur, au pair, le ou avant le 1<sup>er</sup> novembre 1976 en obligations 9¼%, échéance 1<sup>er</sup> février 1982.
- (11) En plus des 350 millions de dollars d'obligations 9¼% 1<sup>er</sup> février 1977 déjà en circulation.
- (12) En plus des 100 millions de dollars d'obligations 9¼% 1<sup>er</sup> février 1976 déjà en circulation.
- (13) Titrés échangeables au gré du porteur, au pair, le ou avant le 1<sup>er</sup> janvier 1978 en obligations 9¼%, échéance 1<sup>er</sup> avril 1984, l'exercice de ce droit porte à 9,25% le taux de rendement sur la période de 9 ans et 6 mois allant du 1<sup>er</sup> octobre 1974 au 1<sup>er</sup> avril 1984.
- (14) Remboursement à l'échéance d'obligations 3¾% du Canadien National, émises le 1<sup>er</sup> février 1954.
- (15) Annulation des titres suivants du Canadien National détenus par le fonds de rachat: 1,3 million de dollars d'obligations 5% 15 mai 1977; 1,9 million de dollars d'obligations 5¾% 1<sup>er</sup> janvier 1985; 2,8 millions de dollars d'obligations 5% 1<sup>er</sup> octobre 1987.
- (16) Rachat partiel au pair, par le fonds d'amortissement, d'obligations 5% 15 octobre 1987 libellées en dollars £.-U.
- (17) Remboursement à l'échéance d'obligations 2¾% libellées en dollars £.-U., émises le 1<sup>er</sup> septembre 1949.

# ANNEXE TABLEAU IV

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien : émissions et amortissements

Date en 1974	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	Livraisons	Amortissements
--------------	--------------------------	----------	------------------------	---	------------	----------------

Titres libellés en dollars canadiens émis par le gouvernement fédéral

1 <sup>er</sup> févr.	7%, 1 <sup>er</sup> déc. 1976 <sup>(1)</sup>	2 ans et 10 mois	7.00	225	550 <sup>(4)</sup>	200
8 févr.	Bons du Trésor	364 jours	6.14	150	150	125
1 <sup>er</sup> mars	6 1/2%, 1 <sup>er</sup> avril 1977 <sup>(6)</sup>	3 ans	7.01	225	325	6 <sup>(5)</sup>
1 <sup>er</sup> avril	7%, 1 <sup>er</sup> avril 1979 <sup>(7)</sup>	5 ans	7.30	225	325	405
10 mai	Bons du Trésor	364 jours	8.40	175	175	125
15 juin	9 1/4%, 1 <sup>er</sup> février 1976	1 an et 7 1/2 mois	9.25	100	100	
	9 1/4%, 1 <sup>er</sup> février 1977 <sup>(8)</sup>	2 ans et 7 1/2 mois	9.25	350	350	
	9 1/2%, 15 juin 1994 <sup>(9)</sup>	20 ans	9.50	150	150	450
9 août	Bons du Trésor	364 jours	9.02	150	600	
15 août	9 1/4%, 1 <sup>er</sup> févr. 1977 <sup>(10)(11)</sup>	2 ans et 5 1/2 mois	9.25	250	250	
1 <sup>er</sup> oct.	9 1/4%, 1 <sup>er</sup> févr. 1976 <sup>(12)</sup>	1 an et 4 mois	9.25	50	325	
	9 1/4%, 1 <sup>er</sup> avril 1978 <sup>(13)</sup>	3 ans et 6 mois	9.25	375	375	190
22 nov.	Bons du Trésor	364 jours	6.83	150	150	150
1 <sup>er</sup> déc.	7 1/2%, 1 <sup>er</sup> juillet 1978	3 ans et 7 mois	7.42	525	2,850	525
	Ensemble des obligations			1,776	400	
	Ensemble des bons du Trésor*			625	400	

Titres libellés en dollars canadiens garantis par le gouvernement fédéral

1 <sup>er</sup> févr.	200 <sup>(14)</sup>	6 <sup>(15)</sup>	1 <sup>(16)</sup>	44 <sup>(17)</sup>	1 <sup>(16)</sup>
28 déc.					
15 avril					
1 <sup>er</sup> sept.					
15 oct.					



# acceptations bancaires

Opérations nettes* avec le gouvernement et avec les autres clients		Portefeuilles du gouvernement et autres clients		Variations nettes des avoirs en fonds d'Etat et en acceptations bancaires	
Souscriptions à l'émission moins amortissements à l'échéance	Obligations	Bons	Obligations	Bons	Obligations
					Acceptations bancaires
					Total
+ 13,4	-	-101,5	-12,3	-59,6	+118,6
+ 8,6	+123,1	-39,7	-21,4	-8,5	+33,7
+ 89,1	-	-28,5	+19,1	+150,9	-23,6
+ 69,5	+152,7	+53,6	-0,7	+50,1	+295,1
+ 69,3	-	-7,9	-2,8	-16,6	-2,8
+ 8,8	+9,9	-67,5	-6,7	-145,2	-41,5
+ 70,5	-	-45,0	-1,7	+30,0	-1,5
+134,9	+125,1	-35,5	-9,0	+94,7	+116,1
+58,4	-9,9	-8,5	-4,2	+61,5	+23,8
+0,2	+140,8	-39,9	-5,9	-156,1	+63,1
-29,6	-	-67,8	+18,0	+81,3	-38,2
-1,5	+0,9	-1,4	-27,5	+439,8	-50,7
+491,6	+542,6	-389,6	-55,1	+522,0	+492,0
-21,8	-	-88,3	-18,2	+21,4	-18,2
					-140,3
					-137,1
					+1,115,0
					+475,9
					+95,6
					+98,5
					+90,8
					+211,8
					+28,5
					-186,7
					-19,4
					+341,9
					+128,3
					+5,5
					+41,7

# ANNEXE TABLEAU III

## Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement cana

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes\* avec les négociants en valeurs mobilières et avec les banques<sup>(1)</sup>

Bons du Trésor	Obligations <sup>(2)</sup>	3 à 5 ans	5 à 10 ans	Plus de 10 ans	Acceptations bancaires	Total des postes précédents	Titres pris en pension
----------------	----------------------------	-----------	------------	----------------	------------------------	-----------------------------	------------------------

1974	Janvier	+ 18.0	+ 6.7	-	-	- 37.3	- 12.6	+ 154.7
	Février	-	+ 10.0	- 10.0	-	-	-	- 65.1
	Mars	+ 124.6	+ 0.4	-	-	-	+ 125.0	- 76.4
	Avril	- 73.0	+ 116.0	+ 39.1	+ 7.2	-	+ 89.3	- 22.3
	Mai	- 78.0	-	-	-	-	- 78.0	-
	Juin	- 86.5	- 47.5	-	+ 0.1	+ 2.7	- 131.2	-
	Juillet	+ 4.5	-	-	-	+ 0.2	+ 4.7	-
	Août	- 4.7	-	-	-	+ 1.0	- 3.7	-
	Septembre	+ 11.0	-	-	-	- 1.0	+ 10.0	+ 45.0
	Octobre	- 117.5	- 2.6	- 41.7	-	-	- 161.8	- 31.9
	Novembre	+ 154.7	- 2.6	- 67.3	-	+ 47.0	+ 131.8	+ 43.3
	Décembre	+ 468.4	-	-	-	+ 93.4	+ 561.8	- 56.4
1975	Total	+ 421.5	+ 80.4	- 79.9	+ 7.3	+ 2.9	+ 103.1	- 9.1
	Janvier	+ 131.5	-	-	-	-	- 8.8	-

\* Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe (-) le contraire.

(1) En 1974, les avances de la Banque du Canada aux banques à charte ont porté sur 49 jours ouvrables, les pensions avec les agents agréés du marché monétaire sur 110 jours ouvrables. Pour l'ensemble de l'année, l'encours moyen par jour des avances a été de 7.4 millions de dollars. Le montant des effets pris en pension a été en moyenne de 25.9 millions de dollars par jour.

(2) Ventilation d'après le nombre d'années à court, à compter de la date de l'opération.

## Évolution du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles - En millions de dollars

Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Titres de la B.E.L.	Autres postes de l'actif (montant net)	Billets en circulation			
				Passif-dépôts en dollars canadiens	Banques à charte	Gouvernement canadien	Autres
Janvier 1974	+ 60	- 256	+ 22	- 145	+ 34	+ 33	- 2
Février	+ 24	- 74	+ 22	+ 50	- 12	+ 35	- 9
Mars	+ 125	- 196	+ 15	+ 89	+ 57	+ 56	+ 2
Avril	+ 340	- 240	+ 27	- 51	+ 150	- 61	- 5
Mai	- 20	+ 124	+ 16	+ 39	+ 82	+ 50	+ 1
Juin	- 183	+ 376	+ 24	- 1	+ 171	+ 61	- 17
Juillet	+ 29	+ 15	+ 33	- 39	+ 129	- 93	+ 1
Août	+ 206	- 126	+ 20	- 2	- 18	+ 66	+ 49
Septembre	+ 87	- 99	+ 11	+ 24	- 20	+ 56	- 37
Octobre	- 88	+ 88	+ 29	+ 9	+ 47	+ 4	- 11
Novembre	+ 33	- 44	+ 15	+ 43	+ 14	+ 30	-
Décembre	+ 389	+ 223	+ 12	+ 96	+ 498	+ 184	+ 4
Total	+ 1,002	- 209	+ 246	+ 112	+ 737	+ 352	+ 11
1975							+ 49
Janvier	+ 3	- 52	+ 26	- 184	- 491	+ 294	+ 5
							- 15

# ANNEXE TABLEAU I

## Réserve-encaisse des banques à charte

En millions de dollars						
Montant requis		Billets de la Banque du Canada		Dépôts à la Banque du Canada		Moyenne des dépôts à la Banque du Canada
Total	en % des réserves-encaisse	Montant	excédents journaliers	Montant	excédents journaliers	excédents journaliers
de jours	ouvrables					

1974	Janvier	1-15	2,857	829	2,028	2,064	359	0.08	10
	Février	1-15	2,902	937	1,965	1,998	358	0.07	11
		16-28				1,999	301	0.07	9
	Mars	1-15	2,806	833	1,972	2,000	306	0.06	11
		16-31				2,016	435	0.09	10
	Avril	1-15	2,803	833	1,970	2,020	505	0.11	10
		16-30				2,049	874	0.17	11
	Mai	1-15	2,823	843	1,980	2,038	641	0.12	11
		16-31				2,042	677	0.13	11
	Juin	1-15	2,961	856	2,105	2,165	596	0.12	10
		16-30				2,154	488	0.10	10
	Juillet	1-15	2,870	892	1,978	2,027	486	0.10	10
		16-31				2,017	468	0.08	12
	Août	1-15	2,984	917	2,067	2,110	478	0.09	11
		16-31				2,112	497	0.09	11
	Septembre	1-15	3,011	919	2,093	2,146	483	0.10	9
		16-30				2,141	530	0.09	11
	Octobre	1-15	3,038	933	2,105	2,153	480	0.09	10
		16-31				2,156	619	0.10	12
	Novembre	1-15	3,079	925	2,153	2,190	364	0.07	10
		16-30				2,187	340	0.06	10
	Décembre	1-15	3,228	934	2,294	2,336	419	0.08	10
		16-31				2,358	631	0.12	10
1975	Janvier <sup>(1)</sup>	1-15	3,550	948	2,602	2,638	361	0.06	10
		16-31				2,624	263	0.04	12
	Février <sup>(1)</sup>	1-15	3,611	1,070	2,541	2,567	263	0.05	10

(1) Chiffres provisoires.



faisait partie d'un ensemble de mécanismes de financement conclus à l'initiative des autorités italiennes et auxquels participent des institutions financières internationales ainsi que d'autres banques centrales. Il est dans ses grandes lignes semblable à d'autres accords internationaux de swap, notamment à celui qui existe entre la Banque du Canada et le Système de Réserve Fédérale des États-Unis ou aux accords temporaires conclus en 1968 par la Banque du Canada avec la Banque des Réglements Internationaux, la Deutsche Bundesbank et la Banca d'Italia. Cet accord est resté en vigueur jusqu'en janvier 1975; il n'a donné lieu à aucun tirage.

## Cours du change et réserves officielles



une Obligation d'épargne à neuf ans, portant un intérêt de 9¼% payable annuellement, mais dépourvue de la clause de capitalisation facultative des intérêts dont étaient assorties les émissions récentes. À la même occasion, le gouvernement a annoncé qu'il augmentait le boni applicable aux Obligations d'épargne du Canada en circulation de façon à porter leur rendement moyen à 10½% du 1<sup>er</sup> septembre à l'échéance.

La campagne de vente des Obligations d'épargne du Canada a coïncidé avec un fléchissement du loyer de l'argent, de sorte qu'elles ont suscité beaucoup d'intérêt auprès des épargnants et rapporté à la date de clôture un montant net de 4,021 millions de dollars. L'émission 1974-1975 a été retirée du marché le 15 novembre et, à la fin de 1974, l'encours des Obligations d'épargne du Canada était supérieur de 2,441 millions de dollars à son niveau d'un an plus tôt.

Les détenteurs d'obligations négociables 8% 1<sup>er</sup> octobre 1974 avaient jusqu'au 1<sup>er</sup> avril 1974 la faculté de les convertir au pair contre des obligations 8% 1<sup>er</sup> octobre 1986. Des obligations totalisant 235 millions de dollars ont été échangées; il restait donc 190 millions de dollars de titres de l'émission originale, qui sont arrivés à échéance en octobre 1974.

En septembre, le gouvernement a remboursé un emprunt de 45 millions, libellé en dollars É.-U. Ce remboursement, effectué par prélèvement sur les réserves de change, n'a eu aucune influence sur la position en dollars canadiens du gouvernement.

En mars 1974, le gouvernement a procédé à l'annulation de 6 millions de dollars d'obligations 5½% 1<sup>er</sup> août 1980 qu'il avait acquises antérieurement selon les dispositions du fonds de rachat de cette émission; il reste 310 millions de dollars de titres de cet emprunt en circulation.

### Les opérations sur devises étrangères

En 1974 et au début de 1975, le dollar canadien a fluctué par rapport au dollar É.-U. dans une fourchette plus large que celle de 1973 ou de 1972. Dans les premiers mois de 1974, la perspective que la balance des paiements du Canada serait moins touchée par l'escalade des prix mondiaux du pétrole que celle de la plupart des autres pays industrialisés, l'afflux de capitaux et la couverture à terme des recettes d'exportation ont contribué à une hausse constante du dollar canadien par rapport à la plupart des autres monnaies. En avril, le dollar, qui valait 1.0040 dollar É.-U. à la fin de 1973, s'échangeait contre 1.0443 dollar É.-U., soit

au cours le plus élevé jamais atteint par rapport à cette devise depuis quatorze années. Aux deuxième et au troisième trimestres, les entrées de capitaux ont diminué et le déficit des paiements courants s'est accru, ce qui a provoqué un fléchissement graduel du cours du dollar canadien. Au dernier trimestre de 1974 le déficit de la balance courante s'est nettement aggravé, mais un afflux de capitaux est venu tempérer la tendance à la baisse du dollar canadien. À la fin de 1974, le dollar canadien s'établissait à 1.0095 dollar É.-U.; il a faiblement encore au cours des premières semaines de 1975.

Les réserves officielles de liquidités internationales du Canada se sont accrues de 468 millions de dollars É.-U. au cours des quatre premiers mois de l'année, pour baisser par la suite de 411 millions de dollars É.-U. et se chiffrer à la fin de l'année à 5,825 millions de dollars É.-U.

Les acquisitions et les cessions de dollars É.-U. effectuées par la Banque du Canada pour le compte du Fonds des changes afin d'assurer un fonctionnement ordonné du marché canadien ont constitué la principale cause des variations du niveau des réserves au cours de l'année. Les réserves ont été amputées de 45 millions de dollars É.-U. par suite du remboursement d'un emprunt du gouvernement canadien en dollars américains émis en 1949 et échu en septembre. F.M.I. a modifié en juillet la méthode d'évaluation du droit de tirage spécial, autrefois basée sur l'or, pour le rattacher depuis à un « panier » de monnaies. La valeur du D.T.S. par rapport au dollar américain s'est accrue par la suite, de sorte que les avoirs du Canada libellés en D.T.S. ont accusé de juillet à fin décembre une plus-value de 32 millions de dollars É.-U.

L'octroi au F.M.I. de concours totalisant 168 millions de dollars É.-U. a entraîné une modification de la composition des réserves du Canada, sans en affecter le niveau; ces avances ont été effectuées en vertu d'un accord spécial de financement des déficits pétroliers, par lequel le Canada s'est engagé à prêter un maximum de 300 millions de dollars canadiens. Ces prêts ont eu pour effet de réduire les avoirs officiels du Canada en dollars américains et d'augmenter son portefeuille d'avoirs libellés en D.T.S.

En avril 1974, la Banque du Canada a conclu avec la Banca d'Italia un accord financier temporaire portant sur un montant de 250 millions de dollars. Il s'agit d'un accord de crédit « stand-by » prévoyant des tirages simultanés et réciproques de dollars canadiens et de livres italiennes pour de courtes périodes. Cet accord

(1) Y compris une avance consentie au Fonds des changes pour lui permettre de virer le montant de ses bénéfices, mais à l'exclusion d'autres avances consenties au Canadien National dont 200 millions de dollars d'obligations arrivaient à échéance.  
(2) Non compris les 214 millions de dollars provenant d'une diminution des opérations swaps de durée conclues entre la Banque du Canada et le Fonds des changes.

Financement du gouvernement canadien en 1974		En millions de dollars
<b>Besoins</b>		
Opérations internes <sup>(1)</sup>	.....	1,834
Opérations ordinaires de change	.....	- 158
<b>Financement</b>		
Variation nette de l'encours à leur valeur nominale des titres libellés en dollars canadiens	.....	940
— bons du Trésor	.....	868
— obligations négociables	.....	2,441
— Obligations d'épargne du Canada	.....	4,249
Augmentation (—) des dépôts en dollars canadiens <sup>(2)</sup>	.....	- 2,573
		1,676

En 1974, l'encours des obligations négociables émises ou garanties par le gouvernement fédéral et libellées en dollars canadiens a marqué une hausse de 868 millions de dollars. (On trouvera au Tableau IV de l'Annexe de plus amples renseignements à ce sujet). Le gouvernement a fait appel au marché obligataire à six reprises, dans cinq cas lors de l'échéance d'un emprunt. À quatre de ces occasions, le gouvernement a emprunté un montant d'argent supérieur à celui des titres venant à échéance, tandis que l'emprunt obligataire lancé le 1<sup>er</sup> décembre 1974 visait à lui procurer un montant équivalent à celui des titres à rembourser, soit 525 millions de dollars. Le 15 août 1974, sans avoir d'échéance à honorer, le gouvernement s'est procuré 250 millions de dollars d'argent frais. Une partie des 550 millions de dollars empruntés le 1<sup>er</sup> février a été avancée à la Compagnie des Chemins de fer Nationaux du Canada qui devait procéder au remboursement de 200 millions de dollars d'obligations à 3 3/4% échéant le même jour.

En 1974, le gouvernement n'a émis que des obligations négociables à court et à moyen terme, à l'exception d'un emprunt 9 1/2% à long terme lancé le 15 juin pour un montant de 150 millions de dollars. Cinq des émissions comportaient une échéance prorogable. L'échéance moyenne des obligations négociables en circulation, émises ou garanties par le gouvernement, s'est réduite de trois mois au cours de l'année et passe ainsi à cinq ans et quatre mois.

L'administration des Obligations d'épargne du Canada a présenté des difficultés particulières en 1974. L'escalade des taux d'intérêt servis au printemps et à l'été sur les types de placement avec lesquels les Obligations d'épargne entrent en concurrence a eu pour effet d'accroître fortement les remboursements de ces dernières. Afin de rendre celles-ci plus attrayantes, le gouvernement canadien a annoncé le 6 mai qu'il verserait une prime d'encouragement aux détenteurs d'Obligations d'épargne du Canada. Ce boni au comp-tant, qui porte leur taux de rendement à 9% du 1<sup>er</sup> mai 1974 à l'échéance, serait payé à l'échéance aux détenteurs d'Obligations d'épargne arrivant à terme le ou avant le 1<sup>er</sup> novembre 1979; quant aux détenteurs d'Obligations d'épargne arrivant à terme après le 1<sup>er</sup> novembre 1979, ils recevront leur boni en deux verse-ments, l'un à cette même date, l'autre à l'échéance. Les modalités de l'émission 1974-1975 ont été annoncées le 9 septembre. Les investisseurs se sont alors vu offrir



et des obligations à très courte échéance. La Banque voyait le mouvement à la baisse des taux de rendement d'un oeil favorable, mais elle est intervenue de façon à en modérer le rythme aux moments où il devenait exagéré. À la fin de novembre et en décembre, elle a acheté un fort volume de bons du Trésor et d'acceptations bancaires. Les achats de bons étaient en grande partie liés aux réductions du coefficient minimum des réserves secondaires. Quant aux acquisitions d'acceptations bancaires – presque toutes à échéance de 30 jours ou moins –, elles visaient principalement à soutenir la gestion des réserves-encaisse pendant la période de pointe de la circulation fiduciaire qui se produisit chaque fin d'année. À la fin de janvier toutes ces acceptations étaient arrivées à échéance, et la Banque n'en détenait plus aucune.

L'augmentation nette durant l'année de son portefeuille d'obligations du gouvernement canadien, de bons du Trésor et d'acceptations bancaires a aussi permis à la Banque de réduire le niveau de ses avoirs en devises étrangères découlant d'opérations de swap temporaires conclues avec le Fonds des changes. La valeur en dollars canadiens de ces avoirs a diminué de 214 millions de dollars en 1974. Comme il a été mentionné dans de précédents Rapports annuels, la Banque effectue ces opérations de swap temporaires avec le Fonds des changes dans le but à la fois de soutenir sa politique de gestion des réserves-encaisse et de pouvoir échelonner avec souplesse ses opérations sur titres du gouvernement canadien.

En mai, la Banque a annoncé une modification de la façon de calculer le plafond du taux auquel elle est disposée à effectuer des opérations de prise en pension de titres avec les négociants agréés du marché monétaire. Jusqu'alors, le taux des pensions avait été de 1/4% plus élevé que le taux moyen des bons du Trésor à 91 jours lors de la plus récente adjudication hebdomadaire, sous réserve d'un minimum équivalant au taux d'escompte diminué de 3/4% et d'un maximum égal au taux d'escompte. En vertu du nouveau régime, le taux maximum des prises en pension est égal au taux d'escompte augmenté de 1/2%. Cette modification vise à assouplir la relation entre le taux moyen à l'adjudication des bons du Trésor à 91 jours et le taux d'escompte de la Banque. Dans son communiqué, la Banque précisait qu'un rendement moyen à l'adjudication des bons du Trésor à 91 jours égalant ou excédant le taux d'escompte ou même le taux maximum applicable aux pensions ne devrait plus nécessairement être considéré

### La gestion de la dette publique

En 1974, l'encours des titres négociables du gouvernement canadien libellés en dollars canadiens et des Obligations d'épargne du Canada a augmenté de 4,249 millions de dollars. En outre, les opérations ordinaires de change se sont soldées pour le gouvernement par des entrées nettes de 158 millions de dollars canadiens. Les besoins de trésorerie nets en dollars canadiens du gouvernement pour ses opérations internes se sont établis à environ 1,8 milliard de dollars et ses dépôts en dollars canadiens ont progressé de 2,573 millions de dollars.

Le gouvernement a emprunté un montant net de 940 millions de dollars par augmentation de l'encours des bons du Trésor. Le programme d'émission de bons du Trésor a comporté au cours de l'année la mise au point d'un régime d'adjudications trimestrielles de bons à un an.

\* La Banque du Canada a annoncé le 28 février que le coefficient minimum des réserves secondaires des banques à charte passait de 6% à 5 1/2%. Cette réduction est entrée en vigueur en mars 1975.



Le lecteur trouvera ci-après un aperçu des opérations effectuées par la Banque du Canada au cours de 1974 et au début de 1975.

## Les opérations effectuées dans le cadre de la politique monétaire

Jusque vers la fin de l'été 1974, la politique de gestion des réserves-encaisse poursuivie par la Banque du Canada a visé, dans l'ensemble, à freiner la vive demande de crédit et à modérer le rythme de l'expansion monétaire. Par la suite, à la lumière de la modification des perspectives économiques, la Banque a révisé cette politique dans le but de faciliter l'évolution vers une certaine détente monétaire.

Le taux d'escompte a été porté de 7 1/4% à 8 1/4% le 15 avril 1974, puis à 8 3/4% le 13 mai et à 9 1/4% le 24 juillet. Il est resté à ce niveau jusqu'au 18 novembre, date où il a été ramené à 8 3/4%. Le 13 janvier 1975, la Banque l'a de nouveau abaissé d'un demi-point, le portant à 8 1/4%.

L'évolution des réserves-encaisse des banques à charte en 1974 est retracée au Tableau I de l'Annexe. Le montant des réserves-encaisse excédentaires mis à la disposition du système bancaire à l'appui de la politique générale décrite ci-dessus a été influencé à l'occasion par les mesures prises par la Banque du Canada pour répondre à des modifications des pressions observées sur les marchés financiers. On se souviendra, à titre d'exemple typique, de ce qui est advenu au printemps de 1974, où des perturbations du service postal avaient renforcé temporairement les vives tensions qui se manifestaient sur le marché financier canadien. Pour atténuer l'effet de ces tensions et satisfaire au désir des banques de renforcer pour un temps leur trésorerie, la Banque du Canada a mis un montant exceptionnellement élevé de réserves-encaisse excédentaires à la disposition de ces dernières. De même, au début de 1975, la Banque a resserré sa politique des réserves-encaisse afin d'empêcher que la forte baisse des taux d'intérêt enregistrée

en janvier sur le marché monétaire ne devienne exagérée.

Le lecteur trouvera au Tableau III de l'Annexe le relevé mensuel des opérations sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires effectuées par la Banque du Canada en 1974.

Au cours de l'année, la valeur nominale des avoirs de la Banque en fonds d'État et en acceptations bancaires a augmenté de 1,115 millions de dollars. Cette augmentation comprend le solde net des opérations d'open-market, la variation du portefeuille-titres décollant des émissions de bons du Trésor ou d'obligations du gouvernement, ainsi que le montant net des transactions effectuées avec les comptes du gouvernement et avec d'autres clients. Les opérations d'open-market sont à l'origine de près de la moitié de cet accroissement, soit 535 millions de dollars. En plus de contribuer à la gestion des réserves-encaisse des banques à charte, ces transactions ont aidé à stabiliser le marché, en particulier aux périodes où les taux étaient l'objet de pressions excessives.

Fin mars et début avril, comme le loyer de l'argent était en pleine hausse, la Banque a apporté un soutien considérable aux marchés en achetant contre espèces des obligations à court et à moyen terme du gouvernement canadien et en échangeant des bons du Trésor contre des obligations. Ces opérations de soutien ont surtout été effectuées dans la seconde quinzaine de mars et en avril; à cette époque, la Banque a accru en six semaines son portefeuille de fonds d'État de quelque 550 millions de dollars. Au début du mois de juin, la Banque a procédé à des ventes nettes d'obligations du gouvernement canadien, à un moment où la demande des titres offerts à l'occasion du remboursement de l'emprunt échéant le 15 juin dépassait les quantités disponibles sur le marché. En octobre et en novembre, le marché a marqué une vigoureuse reprise; aussi la Banque a-t-elle de nouveau vendu des obligations contre espèces, dont une partie a été immédiatement employée à acheter des bons du Trésor



# Financement obtenu par les principaux agents économiques non financiers

	1972	1973	1974
En milliards de dollars			
Entreprises non financières			
Augmentation des emprunts	2.3	3.8	4.3
— banques à charte			
— autres institutions	0.5	1.1	1.9
Emissions nettes			
— obligations en dollars canadiens	0.9	0.9	1.2
— obligations en monnaies étrangères	—	—	0.2
— actions	0.4	0.4	0.4
— papier à court terme	— 0.1	— 0.1	1.7
Investissements directs des non-résidents	0.7	0.7	0.5
Total	4.8	6.8	10.1
Emprunteurs hypothécaires <sup>(1)</sup>			
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire <sup>(2)</sup>	1.6	2.7	2.4
Banques à charte	1.1	1.2	1.5
Autres institutions du secteur privé	1.4	2.4	2.3
Total	4.1	6.3	6.1
Consommateurs			
Banques à charte	1.4	1.7	1.9
Autres	0.8	1.0	1.0
Total	2.2	2.8	3.0
Ensemble du secteur privé	11.0	15.9	19.2
Provinces et municipalités <sup>(3)</sup>			
Emissions nettes d'obligations			
— achetées avec des fonds du			
Régime de pensions du Canada	1.0	1.0	1.2
— autres obligations en dollars canadiens	1.5	1.4	1.3
— obligations en monnaies étrangères	0.9	0.6	1.7
Emissions nettes de bons du Trésor et			
de papier à court terme	0.1	— 0.1	— 0.2
Emprunts auprès des banques à charte	0.1	0.4	0.3
Total	3.6	3.3	4.2
Gouvernement canadien			
Emissions nettes			
— bons du Trésor	0.3	0.5	0.9
— obligations négociables libellées			
en dollars canadiens	0.1	— 0.2	0.9
— Obligations d'épargne du Canada	1.2	— 0.4	2.4
Total	1.6	— 0.1	4.2
Financement global	16.2	19.2	27.7

(1) Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation. Non compris le montant net des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements ou leurs agences, particulièrement la S.C.H.L., qui figurent dans les besoins de financement des administrations intéressées.

(2) Y compris les sociétés de prêt hypothécaire liées à des banques à charte.

(3) Y compris les entreprises provinciales et municipales. En sont exclus les emprunts accordés par le gouvernement canadien. Les obligations libellées en dollars canadiens placées sur les marchés d'outre-mer sont comprises dans les émissions d'obligations en monnaies étrangères.

Les ventes d'automobiles neuves, élément important de la demande de crédit à la consommation, sont de mesure fermes jusqu'à la fin du troisième trimestre pour fléchir sensiblement par la suite. Les crédits obtenus par les provinces, les municipalités et leurs entreprises ont aussi sensiblement augmenté en 1974. Les dépenses en investissements fixes effectuées par les entreprises des provinces à l'instar des entreprises privées ont continué de progresser vivement. Les besoins de financement accrus de ce secteur ont été satisfaits principalement par une augmentation des émissions nettes d'obligations sur les marchés étrangers. Le volume des emprunts placés aux États-Unis, où les taux d'intérêt à long terme étaient en général plus bas qu'au Canada, a considérablement augmenté et, au cours des derniers mois de l'année, près d'un demi-milliard de dollars d'obligations a été placé sur les marchés d'outre-mer. Le financement global obtenu sur le marché obligataire canadien en 1974 par les provinces, les municipalités et les entreprises privées (y compris les institutions financières) a été d'un peu plus de 3 milliards de dollars, soit un montant très proche de celui de l'année antérieure. Les recours aux marchés intérieurs ont augmenté sensiblement au cours des derniers mois de l'année et ont conservé en 1975 leur rythme accéléré. Les émissions nettes d'obligations vendues par ces emprunteurs à des non-résidents ont atteint le niveau record d'environ 2 milliards de dollars en 1974, contre 750 millions l'année précédente. La progression des entrées de capitaux provenant des ventes nettes d'obligations à des non-résidents a été partiellement compensée par l'augmentation sensible des sorties imputables au financement des crédits à l'exportation et par une réduction des entrées au chapitre des investissements directs étrangers au Canada. Par contre, les mouvements de capitaux à court terme, qui avaient engendré des sorties se situant entre  $\frac{3}{4}$  de milliard et un milliard de dollars en 1972 et 1973, auraient entraîné, selon les estimations, des entrées du même ordre en 1974. Les principales catégories de capitaux à court terme ont cependant enregistré en 1974 de forts mouvements qui se sont compensés dans une certaine mesure. Les opérations en monnaies étrangères des banques à charte ont entraîné des sorties de fonds considérables, mais des entrées encore plus élevées ont été enregistrées par suite de la diminution des dépôts des résidents canadiens auprès de banques étrangères, d'importants in-

à des fonds étrangers n'avait été enregistré.

vestissements étrangers dans des instruments du marché monétaire canadien, ainsi que des avances et retards dans les paiements extérieurs. Dans l'ensemble, les résidents canadiens auprès de sources étrangères en milliards de dollars ont procuré près de 2 1974, alors que l'année précédente, aucun recours net



En milliards de dollars		Taux annuels de variation	
Années	Semestres <sup>(2)</sup>	Années	Semestres <sup>(2)</sup>
De déc. 1972 à déc. 1974	De déc. 1973 à juin 1974	De déc. 1972 à déc. 1974	De déc. 1973 à juin 1974
59,6	19	19	19
Institutions de dépôt			
Banques à charte <sup>(3)</sup> .....			
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et banque d'épargne			
du Québec			
18,9	23	16	23
10,0	25	18	20
Caisses populaires et credit unions			
88,5	21	19	20
Total partiel .....			
20,0	9	9	10
Institutions d'épargne contractuelle			
Compagnies d'assurance-vie .....			
17,8	14	14	14
Caisses de retraite .....			
37,8	11	11	11
Total partiel .....			
7,4	20	15	21
Sociétés de financement ou de prêt à la consommation .....			
133,6	18	16	17
Total .....			

(1) Sauf en ce qui concerne les banques, les données de décembre 1  
(2) Données désaisonnalisées.  
(3) Principaux avoirs en dollars canadiens; moyenne des mercédís.

974 sont des estimations.

fonds devant servir au financement des investissements fixes et des stocks. Les dépenses d'équipement ont continué leur vive progression tout au long de l'année tandis que la formation des stocks se situait à un niveau élevé. L'accroissement des stocks était sans aucun doute en grande partie intentionnel au début de l'année mais, l'activité économique s'affaiblissant, les besoins de financement semblent indiquer qu'il y aurait eu par la suite une considérable accumulation non délibérée de stocks.

établissements prêteurs eurent rendu plus sévères les autres conditions de prêt. D'autres facteurs, dont les incertitudes quant aux coûts de construction et aux loyers, ont aussi fortement contribué à la chute des approbations de prêts hypothécaires sur les logements neufs, laquelle a été particulièrement prononcée dans le cas des immeubles à logements multiples.

Le montant net des placements hypothécaires des principaux prêteurs, qui suit avec un certain retard les variations des approbations de prêts hypothécaires, a continué d'être élevé tout au long du premier semestre de 1974; au cours de cette période, les portefeuilles hypothécaires des principaux prêteurs ont augmenté à un rythme de 25%, soit à la même cadence qu'en 1973. La croissance de ces portefeuilles a toutefois enregistré une décélération sensible au second semestre de l'année, où elle n'a plus atteint que 15%.

Le crédit à la consommation a accusé un ralentissement moins prononcé que le crédit hypothécaire.

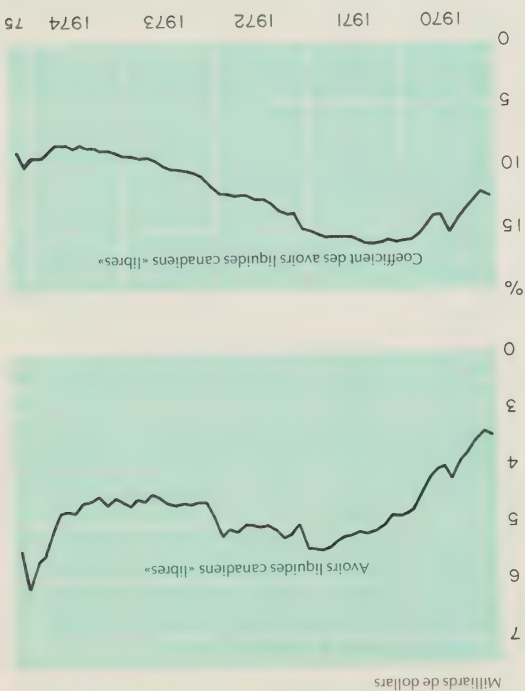
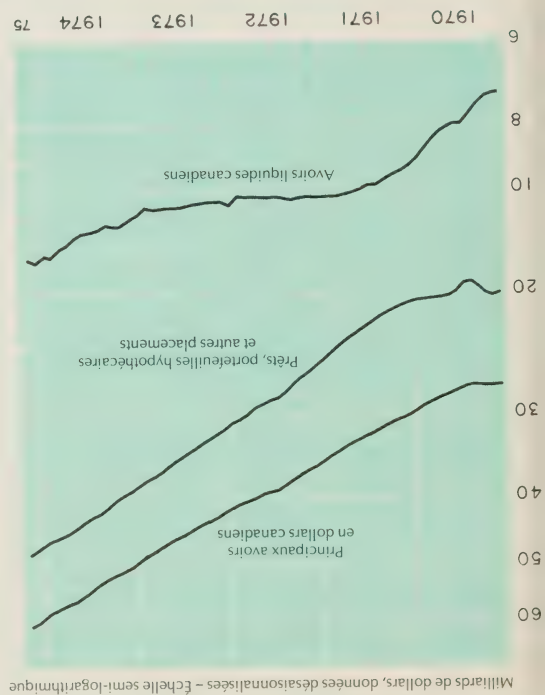
En milliards de dollars		Taux annuels de variation			
déc. 1974	De déc. 1972 à 1973	De déc. 1973 à 1974	De déc. 1974 à 1975	De juin 1974 à 1975	Semestres <sup>(1)</sup>
12.7	3	14	11	18	
(Avoirs liquides canadiens et autres avoirs canadiens à court terme) <sup>(2)</sup>	(13.7)	(1)	(19)	(5)	(35)
Prêts, portefeuilles hypothécaires et autres placements	46.8	25	21	21	21
Prêts en dollars canadiens	37.4	27	19	19	18
Prêts généraux	34.8	26	19	19	18
— prêts personnels autres que sur titres	10.8	24	22	24	20
— prêts aux entreprises	20.6	27	20	22	18
Prêts hypothécaires	5.9	34	33	37	30
Titres des provinces, des municipalités et des sociétés <sup>(3)</sup>	2.4	4	7	7	7
Principaux avoirs en dollars canadiens	59.6	19	19	19	20
Pour mémoire:					
Prêts aux entreprises et prêts en monnaies étrangères aux résidents, plus le papier commercial et les acceptations bancaires <sup>(4)</sup>	26.7	25	33	33	33

(1) Données désaisonnalisées.  
(2) Avoirs liquides canadiens, plus le papier à court terme et les effets des banques à charte; données non désaisonnalisées.  
(3) Non compris le papier à court terme; données non désaisonnalisées.  
(4) Y compris le papier à court terme émis par les institutions financières canadiennes affiliées à des banques étrangères.

caisses populaires et des credit unions, qui sont plus également répartis en prêts hypothécaires et en prêts à la consommation, ont également marqué une progression moins rapide en 1974, après avoir connu deux années de très vigoureuse expansion. Le secteur des sociétés de financement et de prêts à la consommation a vu sa croissance diminuer au second semestre de 1974, en raison principalement d'une décélération du crédit à la consommation.

Le tableau de la page 31 donne un aperçu des crédits obtenus ces dernières années par chacune des principales catégories d'emprunteurs non financiers, ventile selon l'origine. L'augmentation du montant global des ressources obtenues en 1974 tient principalement à l'accroissement des montants empruntés par le gouvernement fédéral (pour de plus amples renseignements voir le prochain chapitre de ce Rapport) et par les entreprises non financières.

En 1974, les entreprises non financières ont obtenu un montant sans précédent de fonds, tant des banques à charte et autres institutions financières que du marché du papier à court terme. Elles ont, en outre, recueilli plus d'argent au moyen d'emprunts obligataires en 1974 qu'au cours de chacune des deux années précédentes. L'importance des crédits obtenus par les entreprises tout au long de l'année malgré l'affaiblissement de la conjoncture économique est attribuable à la persistance de besoins importants de



Les prêts en dollars canadiens consentis par les banques à charte aux entreprises ont progressé moins rapidement en 1974 qu'en 1973. En 1974, les grandes entreprises ont emprunté des sommes considérables par émission de papier commercial et d'acceptations bancaires. En outre, on relève une forte augmentation des prêts en monnaie étrangère octroyés aux entreprises canadiennes par les banques à charte et des prêts consentis aux entreprises affiliées à des banques étrangères. Ces modifications des flux de crédit ont contribué au ralentissement de la croissance des prêts bancaires en dollars canadiens accordés aux entreprises en 1974. Un indicateur plus complet du financement alloué aux entreprises, qui tient compte à la fois de l'apport de ces autres sources de financement et des prêts bancaires en dollars canadiens, a progressé plus rapidement en 1974 qu'en 1973.

Les prêts bancaires à la consommation ont enregistré une vive activité pendant les premiers mois de l'année, mais ont par la suite accusé une décélération conforme à l'affaiblissement de la demande de biens de consommation durables. La croissance des portefeuilles bancaires de prêts hypothécaires à l'habitation s'est ralentie au second semestre de 1974, suite à une nette régression des autorisations de prêts hypothécaires. Les institutions financières parabancaires ont, elles aussi, enregistré un ralentissement de la croissance de leur portefeuille de prêts hypothécaires et de prêts à la consommation. Les sociétés de fiduciaire et les sociétés de prêt hypothécaire, dont les créances hypothécaires représentent environ 80% des principaux avoirs, ont vu leur taux de croissance diminuer sensiblement au second semestre de l'année, comparativement au rythme relativement élevé atteint en 1973 et au premier semestre de 1974. Les principaux avoirs des







**Monnaie hors banques et dépôts du public dans les banques à charte<sup>(1)</sup>**

Taux annuels de variation <sup>(2)</sup>	Monnaie hors banques	et dépôts à vue	Monnaie hors banques et ensemble des dépôts en dollars canadiens
--	----------------------	-----------------	--

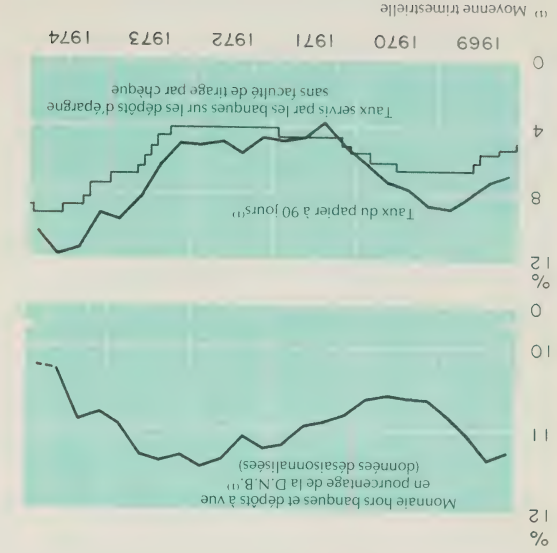
Le fait que, éprouvant une incertitude croissante au sujet de la valeur future de la monnaie et escomptant à court terme aux instruments à long terme. Un autre élément qui a aidé les banques à attirer des fonds sous forme de dépôts productifs d'intérêt durant une bonne partie de l'année dernière était le fait que les taux d'intérêt des dernières années une très grande marge de liberté pour assortir leurs dépôts à court terme de conditions très attrayantes. Il est vrai que durant une grande partie de la période qui va du milieu de 1972 jusqu'aux derniers mois de 1974, leur capacité d'attirer de gros dépôts en dollars canadiens productifs d'intérêt était limitée dans une certaine mesure par l'Accord de

leur engagements sous forme de dépôts productifs d'intérêt est important – beaucoup plus important que leur engagements au titre des dépôts à vue – il n'en reste pas moins qu'il existe en dehors du système bancaire une gamme d'instruments productifs d'intérêt ressemblant beaucoup à ces dépôts bancaires. On mentionnera par exemple les dépôts productifs d'intérêt ou les certificats des sociétés de fiducie et des autres institutions financières, les bons du Trésor, les Obligations d'épargne du Canada, ainsi que le papier à court terme du marché monétaire. De plus, il existe un éventail de créances financières productives d'intérêt et assorties d'échéances diverses émises sous forme d'obligations et de débentures. Quels que soient les facteurs qui déterminent le montant global du portefeuille du public en créances rémunérées, il va de soi que les possibilités de variation sont énormes, non seulement en ce qui concerne la partie correspondant à des créances à court terme relativement liquides, mais aussi en ce qui a trait à la proportion de celle-ci qui est constituée de dépôts auprès du système bancaire.

**Par rapport à la période comparable de l'année antérieure**

4 <sup>e</sup> trim. 1972	14	16
4 <sup>e</sup> trim. 1973	12	15
4 <sup>e</sup> trim. 1974	7	18
Trois derniers mois écoulés <sup>(3)</sup>	8	18
<b>Par rapport aux trois mois précédents</b>		
1 <sup>er</sup> trim. 1974	14	26
2 <sup>e</sup> trim. 1974	20	15
3 <sup>e</sup> trim. 1974	— 5	19
4 <sup>e</sup> trim. 1974	2	17
Trois derniers mois écoulés <sup>(3)</sup>	16	19

(1) Non compris les dépôts du gouvernement canadien.  
 (2) Calculé à partir des moyennes trimestrielles des mercredi; données désaisonnalisées.  
 (3) Données provisoires pour la période allant de décembre 1974 à février 1975 inclusivement.



**Évolution comparée du ratio Monnaie hors banques et dépôts à vue / D.N.B. et de quelques taux d'intérêt à court terme**

La masse monétaire suivant la première de ces définitions (que l'on pourrait élargir de façon à y inclure soit tous les types de dépôts d'épargne avec droit de tirage par chèque gérés par les banques à charte et par les autres établissements d'épargne, soit une partie de ces dépôts) englobe les formes de monnaie qui se prêtent le mieux à servir de moyen de paiement. L'intérêt accordé à la masse monétaire suivant cette définition étroite, ou suivant d'autres définitions étroites très voisines, provient surtout du fait que si les avoirs monétaires de ce type sont sujets à des fluctuations relativement fortes et aléatoires d'une semaine à l'autre et d'un mois à l'autre, leur croissance sur des périodes plus longues est liée d'une façon raisonnablement systématique à deux importantes variables économiques. Ils tendent à varier dans le même sens que les fluctuations du niveau de la dépense nationale et en sens inverse (bien qu'avec un plus long décalage) des fluctuations du niveau des taux d'intérêt. Cette relation apparaît clairement sur le graphique ci-après où on trouvera, en plus de la courbe du graphique précédent relative à la monnaie hors banques et aux dépôts à vue en pourcentage de la dépense nationale brute, d'autres courbes retraçant les variations du niveau de deux

indicateurs représentatifs des taux d'intérêt à court terme. S'il est vrai que la relation n'est pas précise sur de courtes périodes et qu'il lui arrive d'être influencée par des facteurs exogènes, elle n'en a pas moins démontré un degré de stabilité suffisant sur de plus longues périodes pour donner une importance analytique considérable aux concepts de la masse monétaire centrés principalement sur les soldes conservés comme moyens de paiement. La progression annuelle de la monnaie hors banques et des dépôts à vue du public (calculée à partir des moyennes des quatre trimestres) est passée de près de 14% en 1972 à 12% en 1973 et à 7% en 1974. Du deuxième trimestre de 1973 jusqu'à tout dernièrement, le taux de croissance de la masse monétaire ainsi définie a été inférieur à celui de la dépense nationale à prix courants. Au printemps de 1974, il y a eu pendant un certain temps un intermède marqué par une expansion relativement rapide de la monnaie hors banques et des dépôts à vue, laquelle répondait à une croissance exceptionnelle de la dépense nationale et à une réduction momentanée des taux d'intérêt à court terme au premier trimestre. Un facteur spécial qui a contribué au gonflement des avoirs monétaires pendant cette période a été la perturbation temporaire du flux des paiements, imputable à l'arrêt des services postaux. Par suite d'un renversement de la tendance de ces facteurs au cours de l'été, le taux de croissance de la monnaie et des dépôts à vue s'est vivement ralenti et est devenu négatif pendant un certain temps. Plus récemment, à la suite de la chute des taux d'intérêt à court terme, la monnaie hors banques et les dépôts à vue ont de nouveau enregistré de fortes hausses. Tranchant avec le ralentissement du rythme de croissance de la monnaie et des dépôts à vue enregistré en 1973 et en 1974, les dépôts bancaires en dollars canadiens productifs d'intérêt ont continué de progresser rapidement tout au long de la période. Comme ces dépôts productifs d'intérêt au sens plus large mentionné précédemment, le comportement de celle-ci pendant les deux dernières années a été tout à fait différent de celui de la monnaie hors banques et des dépôts à vue, comme on peut le constater au tableau suivant.

S'il est vrai que les banques à charte offrent une vaste gamme de comptes de dépôt portant intérêt (y compris des dépôts libellés en dollars £.-U.) et que le volume de

janvier. La Banque du Canada a abaissé son taux d'escompte d'un demi-point à deux occasions, d'abord à la mi-novembre, puis à la mi-janvier.

Les taux débiteurs et créditeurs des institutions financières ont aussi amorcé un ajustement à la baisse dans les derniers mois de 1974. Fin février 1975, les banques à charte ne versaient plus qu'un intérêt de 6½% sur les comptes d'épargne sans faculté de tirage par chèque et la plupart d'entre elles avaient réduit leur taux de base à 9%. Les taux des prêts hypothécaires ont fléchi moins vite: fin février, les prêts conventionnels coûtaient en général 10¾%, les prêts répondant aux normes de la Loi nationale sur l'habitation, 10½% ou 10¼%.

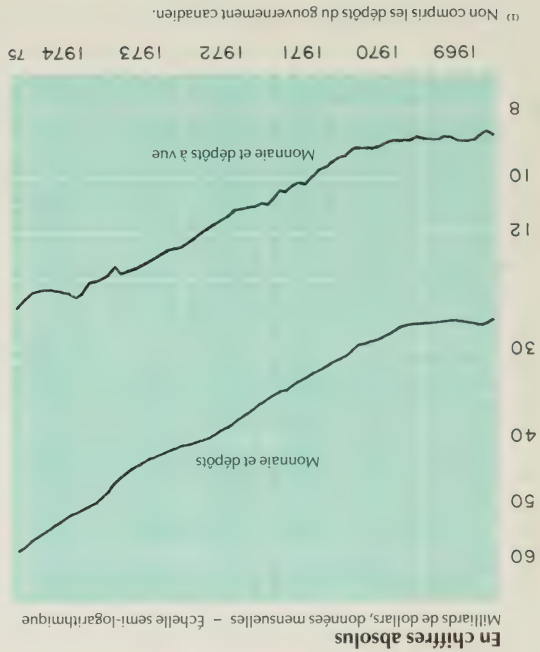
Comme la tendance à la baisse des taux du marché monétaire s'affirmait, les banques ont été de moins en moins gênées dans la recherche de gros dépôts à court terme en dollars canadiens par les divers plateaux des taux d'intérêt créditeurs énoncés dans l'Accord de Winnipeg. Celui-ci a été résilié le 15 janvier 1975.

**La masse monétaire**

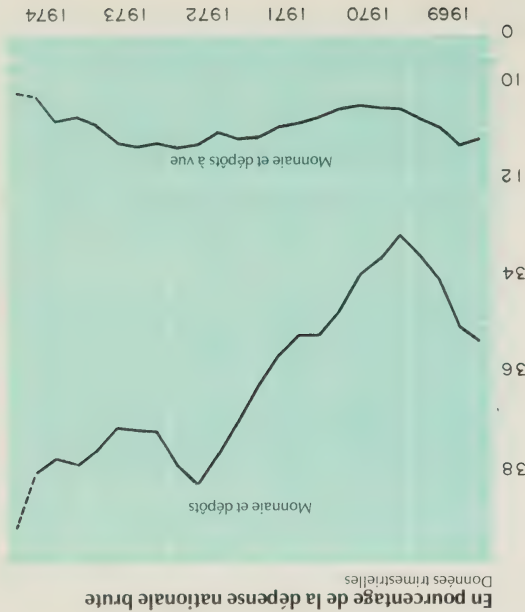
Il existe plusieurs définitions de la masse monétaire. Toutes comprennent la monnaie hors banques et les dépôts à vue du public dans les banques à charte; toutefois, elles diffèrent dans la mesure où, en plus du vaste éventail d'avoirs du même genre offerts au public, elles englobent tout autre type de créances à court terme relativement liquides sur les banques, sur les autres institutions financières ou sur le secteur public. L'analyse ci-après s'en tient principalement aux deux définitions les plus couramment employées, soit à la définition étroite — la monnaie hors banques et les dépôts à vue du public dans les banques à charte — et à une définition moins étroite qui comprend en plus tous les autres dépôts du public en dollars canadiens dans les banques à charte. L'évolution récente de la masse monétaire définie des deux façons précitées apparaît aux graphiques ci-après, d'une part en chiffres absolus, d'autre part en pourcentage de la dépense nationale brute.

## Monnaie hors banques et dépôts bancaires en dollars canadiens du public<sup>(1)</sup>

Données désaisonnalisées

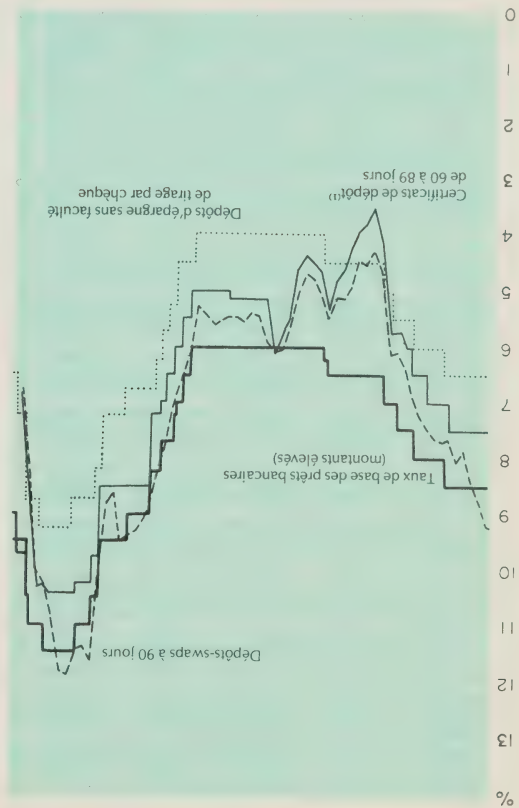


(1) Non compris les dépôts du gouvernement canadien.



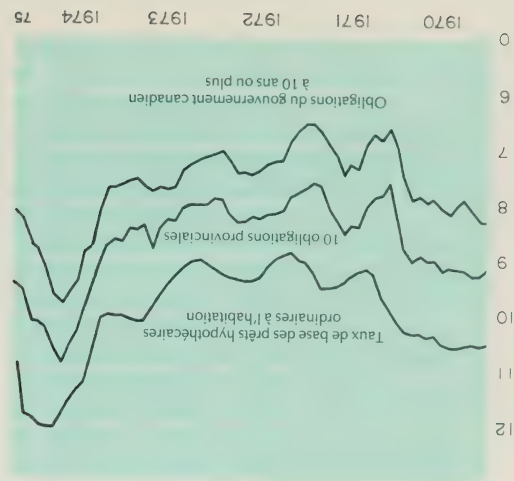


Quelques taux bancaires représentatifs



(11) Taux pratiqués avant novembre 1970 et du 18 juin 1972 à octobre 1974 conformément aux accords sur les taux d'intérêt.

Canada

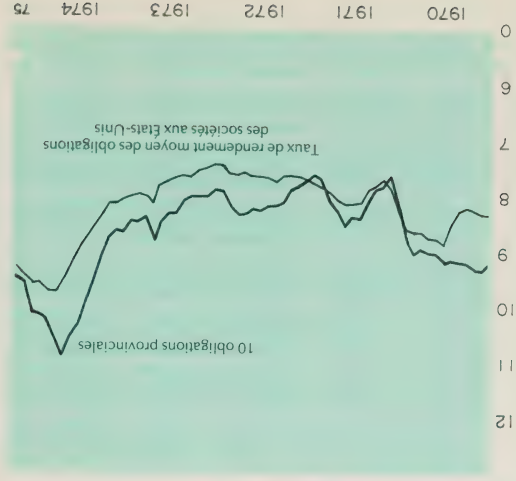


Court terme  
Taux à court terme (3 mois)



(11) Papier des sociétés de financement  
(12) Papier commercial placé par des négociants en valeurs mobilières

Long terme  
au Canada et aux États-Unis





Les trois sections de ce chapitre, qui traite successivement du *loyer de l'argent*, de la *croissance de la monnaie* hors banques et des *dépôts bancaires* du public, ainsi que des *flux de crédit*, contiennent une analyse des faits saillants de la *conjoncture financière* au Canada en 1974.

## Le loyer de l'argent

La Banque du Canada accorde beaucoup d'attention au comportement des *taux d'intérêt*, vu que les variations du *coût de l'argent* et du *rendement* des avoirs financiers sont les canaux principaux par lesquels la *politique monétaire* influe sur les décisions en matière d'épargne et de consommation. Les *taux d'intérêt* à court terme du *marché monétaire* canadien revêtent une importance particulière dans la conduite des opérations journalières de la Banque. Ces *taux* sont sensibles à la fois aux modifications de la *pression des demandes de crédit* sur l'offre de fonds sur les *marchés financiers* canadiens et aux variations du *loyer de l'argent* sur les *marchés monétaires internationaux*. Ces mêmes *taux* sont aussi les plus directement sensibles à l'influence de la *politique de gestion des réserves*-

encaisse de la Banque du Canada. Au cours de 1973, le *coût de l'argent*, au Canada comme dans le reste du monde, a fortement augmenté. Le mouvement à la hausse des *taux d'intérêt* à court terme du *marché monétaire* au Canada et à l'étranger a été interrompu temporairement pendant les premiers mois de 1974, au lendemain de la crise mondiale du pétrole; toutefois, ce recul n'a été que limité et temporaire et, dès la fin du premier trimestre, ces *taux* ont de nouveau été sujets à une forte *pression* à la hausse. Cette *pression* s'est maintenue tout au long du printemps et le *loyer de l'argent* au Canada a des niveaux nettement supérieurs à ceux qu'il avaient été atteints en 1973. Il est resté très cher jusqu'à la fin d'août, quoiqu'un peu moins onéreux qu'aux États-Unis et que sur le *marché de l'eurodollar* où la hausse s'était poursuivie pendant l'été. La Banque du Canada a relevé le *taux d'escompte* d'un point à la mi-avril, puis l'a porté à 9 1/4% par deux majorations d'un demi-point chacune, dont l'une à la mi-mai, l'autre à la fin de juillet.

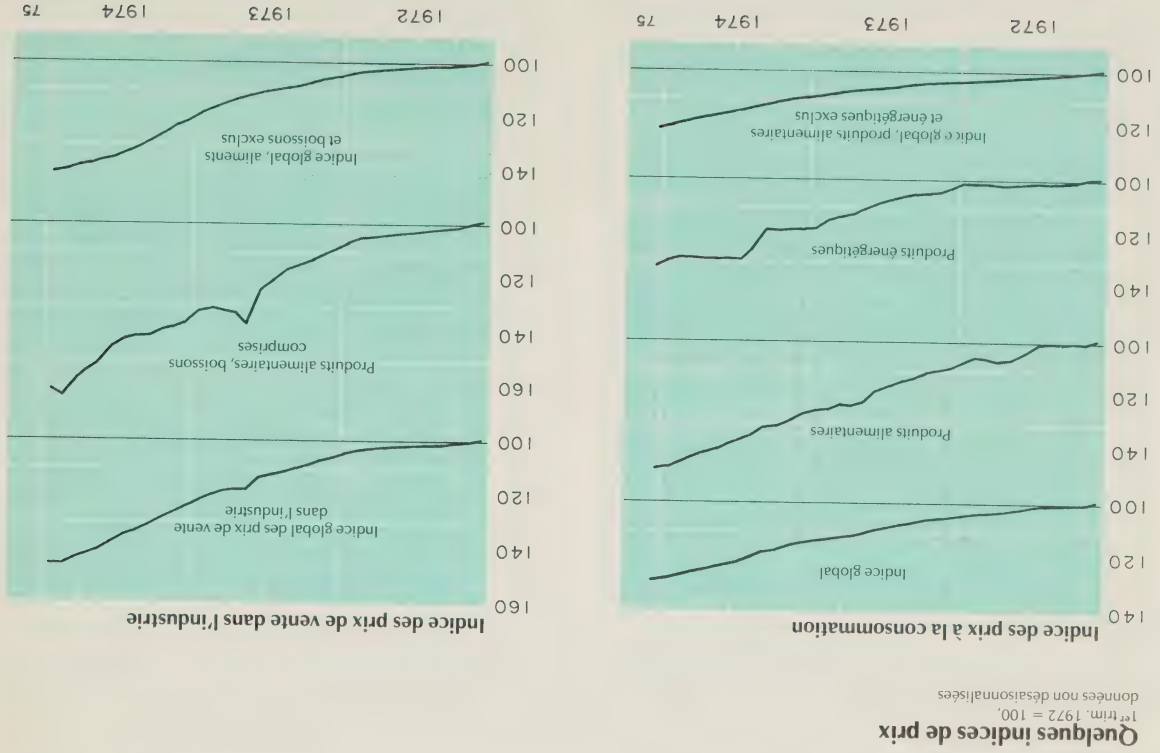
Les *taux administrés* – tant *débiteurs* que *créditeurs* – des institutions financières ont aussi continué de s'ins-

crire en hausse après le premier trimestre de 1974, ces institutions continuant de faire de la *surenchère* pour attirer des fonds qui leur permettaient de satisfaire la forte demande de *crédit*. Le *taux maximum établi* aux termes de l'Accord de Winnipeg et applicable aux *dépôts bancaires* à court terme en dollars canadiens a été porté de 8 1/2% à 10 1/2% en trois étapes, de la mi-avril à la fin de juillet; les *taux de base* des *prêts bancaires* ont enregistré une majoration identique au cours de cette période, pour atteindre un niveau de 11 1/2%.

Les *taux d'intérêt* à long terme, qui étaient demeurés plus ou moins stables les derniers mois de 1973 et au début de 1974, ont aussi commencé à augmenter de nouveau vers la fin du premier trimestre. À la différence des *taux* à court terme, les *taux de rendement* des obligations à long terme ont continué de progresser fortement jusqu'à la fin août. Le *coût du crédit* hypothécaire, qui tend à suivre avec un certain retard le comportement des autres *taux d'intérêt* à long terme, a culminé en septembre, alors que les sociétés de fiduciaire et de prêt hypothécaire ont continué jusqu'en octobre d'ajuster à la hausse les *taux offerts* sur leurs certificats de placement à cinq ans.

Au cours de l'été sont apparus des signes indiquant que l'intensité des pressions de la demande sur l'économie canadienne commençait à diminuer et, vers la fin d'août, le *loyer de l'argent* à court terme a fortement baissé aux États-Unis. Eu égard aux modifications du contexte économique et financier, la Banque du Canada a alors adopté une *politique de réserves*-encaisse moins restrictive.

Les *taux d'intérêt* du *marché* à court terme et les *taux de rendement* des obligations à long terme ont tous amorcé une baisse à la fin d'août au Canada. Cette tendance a connu dans la seconde quinzaine de novembre et au début de décembre une brève interruption attribuable à un raffermissement temporaire du *loyer de l'argent* à court terme à l'étranger et à un certain resserrement du *marché du papier canadien*, à la suite du gros succès de la campagne de vente d'Obligations d'épargne du Canada. Vers la fin de l'année, les *taux d'intérêt* se sont remis à fléchir. Les *taux du marché monétaire*, qui ont enregistré un vif recul au cours des premières semaines de 1975, se sont



Pour la période de douze mois se terminant en décembre 1974, l'indice des prix de vente à la production industrielle s'est accru de 21%, contre 16% l'année précédente; l'indice des prix à la consommation (I.P.C.) de 12½%, contre 9%.

L'indice global des prix de vente à la production industrielle a enregistré de fortes hausses tout au long de l'année mais, au second semestre, une certaine détente a commencé à se manifester dans nombre de secteurs, notamment dans le textile, les métaux de base et les produits de l'industrie forestière, reflétant la faiblesse correspondante du prix des matières premières survenue quelques mois plus tôt. Dans le cas des produits de l'industrie du bois, les prix à la production ont été sensiblement plus bas qu'un an auparavant. Il s'en est suivi une baisse des indices du prix des matériaux de construction canadiens, en particulier celui des matériaux utilisés pour la construc-

tion résidentielle, bien que dans l'ensemble les coûts de construction aient continué de progresser rapidement sous la pression des coûts salariaux et autres. Toutes les grandes composantes de l'I.P.C. ont enregistré de très fortes hausses au cours de 1974. Les produits alimentaires ont augmenté de 17% pour la deuxième année consécutive. Les produits énergétiques – mazout, gaz domestique, électricité et essence – ont aussi de nouveau marqué une hausse sensible, soit 9½%, et se seraient renchérissés encore bien davantage, n'eût été le programme de limitation des prix du pétrole canadien et de subventions à la consommation. Le prix des autres éléments de l'indice, qui représentent environ les 2/3 de la corbeille de l'I.P.C. et qui sont plus fortement influencés par la tendance fondamentale des coûts intérieurs que l'alimentation et l'énergie, a grimpé de 10¾% en 1974 – c'est-à-dire deux fois plus qu'au cours des douze mois précédents.

Les prix de gros et de détail ont en général avancé en-  
à d'autres arrangements de nature particulière.

La remise en question de contrats encore en vigueur et  
tations de salaires ont également été accordées suite à  
plus fréquentes l'an dernier. De nombreuses augmen-  
dice des prix à la consommation, devenues de plus en  
clauses d'ajustement des salaires et traitements à l'in-  
l'ampleur des augmentations, car elles négligent les  
convient de noter que ces statistiques sous-estiment  
17% sur la durée des contrats, contre 10% en 1973. Il  
tions moyennes annuelles des taux de base de plus de  
de l'industrie de la construction) prévient des majora-  
principales conventions collectives (abstraction faite  
de 1974, les accords négociés dans le cadre des  
grimpé de façon impressionnante. Au dernier trimestre  
l'évolution générale des taux de rémunération, ont  
conventions collectives, qui tendent à anticiper  
Les hausses de salaires stipulées dans les nouvelles  
de 1973.

augmenté de plus de 17% par rapport au dernier mois  
indice des gains horaires, les gains horaires moyens ont  
des industries manufacturières, où l'on dispose d'un  
moyens dépassait 13%; en ce qui concerne le secteur  
croissement sur douze mois des gains hebdomadaires  
ture exclue. Les derniers mois de 1974, le taux d'ac-  
domadaires moyens du secteur commercial, agricole,  
également dans les statistiques des gains heb-  
estimations disponibles des revenus du travail, apparaît  
plus marquée. Cette accélération, indiquée par les  
l'accélération du revenu par travailleur a été encore  
12% en 1973. L'emploi ayant ralenti en 1974,  
trimestres se terminant fin 1974, comparativement à  
1974 qu'en 1973, soit de plus de 15% sur les quatre  
estimations, progressé beaucoup plus rapidement en  
teurs s'est ralenti, le revenu du travail aurait, selon les  
Tandis que le revenu des entreprises et des agricul-  
de 1973 évalué à 18%.

accru en 1974 à un rythme nettement inférieur à celui  
amortissement du capital fixe, semble aussi s'être  
entreprises, soit celui qui inclut les provisions pour  
l'année. Un indicateur plus général du revenu des  
érodes de façon sensible au cours des derniers mois de  
tributaire du marché américain, les bénéfices se sont  
l'industrie automobile. Dans cette industrie largement  
également étendu à d'autres secteurs, notamment à  
tendance à fléchir nettement. Ce phénomène s'est  
l'augmentation des bénéfices de ces industries a eu  
suite de l'affaiblissement des marchés d'exportation,

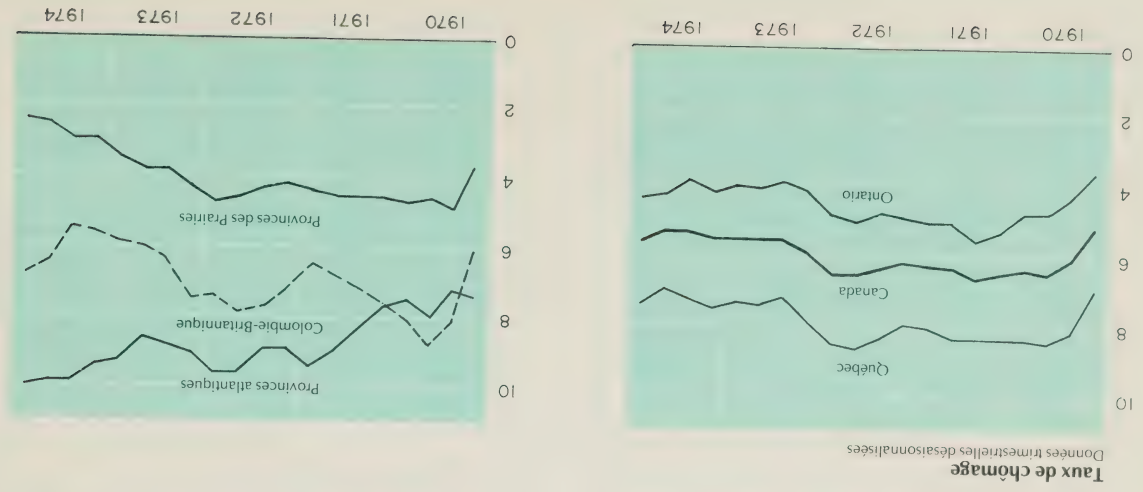
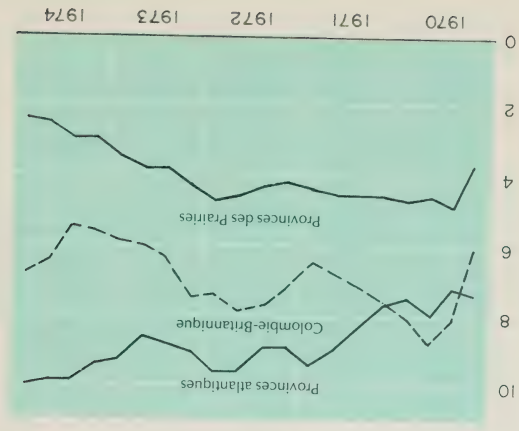
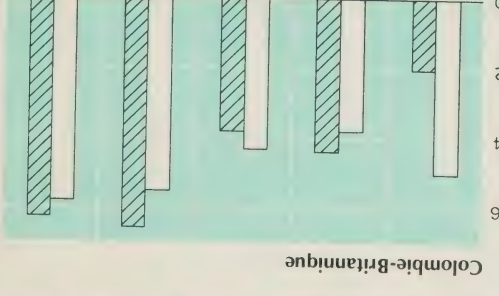
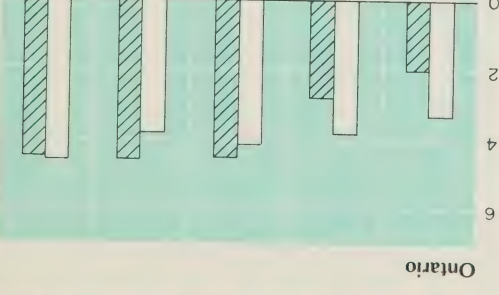
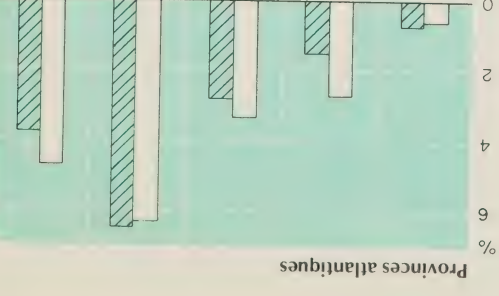
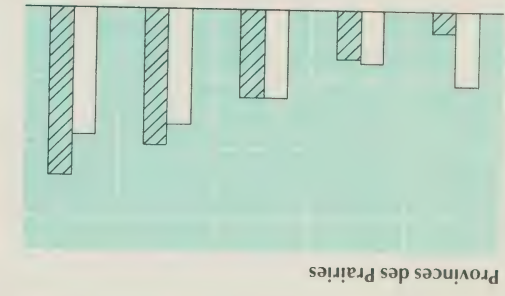
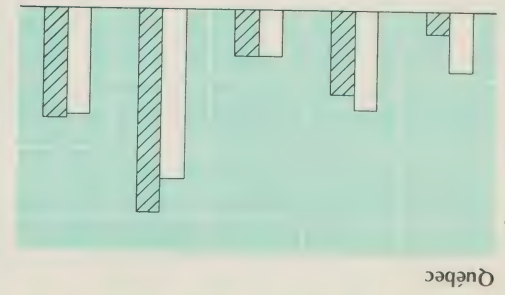
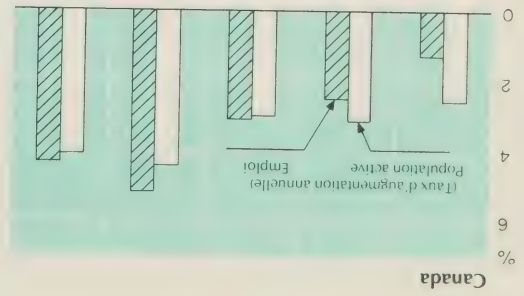
l'exploitation des richesses naturelles; or en 1974, par  
l'accroissement des profits réalisés par les industries  
marges bénéficiaires des sociétés a été caractérisé par  
30%. Cette année-là d'ailleurs, l'élargissement des  
sance enregistrée en 1973, lequel s'était établi à près de  
n'aurait atteint qu'environ le tiers du taux de crois-  
progression sur les quatre trimestres de l'année 1974  
de la plus-value des stocks, semblent indiquer que la  
aux bénéfices des sociétés avant impôt, déduction faite  
Toutefois les données des comptes nationaux relatives  
croissant de remplacement des biens de production.  
peuvent se révéler insuffisantes pour amortissement  
aussi du fait que les provisions pour amortissement  
comptables soulevées par la plus-value des stocks, mais  
tion rapide, en raison non seulement des problèmes  
ticulièrement difficiles à interpréter en période d'infla-  
tiques relatives aux bénéfices des sociétés sont par-  
rapide et continu des coûts de production. Les statis-  
par les agriculteurs canadiens, enfin à l'accroissement  
de céréales, au plafonnement des prix moyens reçus  
rapport à 1972, est imputable à la baisse de la récolte  
agricoles, qui avaient plus que doublé en 1973 par  
précédente. Le ralentissement marqué des revenus  
beaucoup moins en 1974 que pendant l'année  
comptes nets des agriculteurs ont progressé  
Les bénéfices des sociétés ainsi que les revenus

## Les revenus, les coûts et les prix

moyen de chômage y a atteint près de 9¾%.

supérieure à celle de l'emploi de sorte que le taux  
ralentie en 1974, elle est demeurée nettement  
population active dans les Provinces atlantiques se soit  
l'Ontario a grimpé à 6%. Bien que la croissance de la  
janvier 1975, le taux désaffecté de chômage de  
du ralentissement de la croissance de l'emploi, en  
hausse au cours des derniers mois de l'année par suite  
par rapport à l'année précédente, mais s'est inscrit à la  
Québec, le taux moyen de chômage n'a guère varié  
en moyenne au quatrième trimestre. En Ontario et au  
partir du milieu de l'année pour atteindre près de 7%  
Colombie-Britannique, au contraire, il s'est élevé à  
les Prairies au second semestre de 1974, en  
semble le taux de chômage continuait de baisser dans  
tombé de 6½% en 1973 à 6%. Alors que dans l'en-  
pour s'établir à 2,8%, en Colombie-Britannique, il est  
Prairies, le taux de chômage a baissé de plus d'un point  
été assez différente selon les provinces. Dans les  
autres régions. Quant à la situation du chômage, elle a  
nettement ralentie, alors qu'elle s'accélérait dans les





Taux de chômage  
Données trimestrielles désaisonnalisées



sion de la population active a eu tendance, comme celle de l'emploi, à se ralentir dans la seconde moitié de 1974, ce qui s'explique probablement, en partie du moins, par une croissance plus lente des offres d'emploi. Ce ralentissement n'a toutefois pas été très prononcé de sorte que le taux désajusté de chômage a fluctué autour de 5½% jusque vers la fin de l'année. Il est monté à 6% en décembre et à 6¼% en janvier 1975, pour une bonne part en raison des licenciements dans l'industrie automobile.

Les pressions subies par le marché du travail se sont clairement manifestées dans la très forte augmentation des offres d'emploi publiées dans les journaux et des postes déclarés vacants, laquelle s'est poursuivie jusqu'à l'automne 1974. Toutefois, comme le montrent ces indicateurs de la conjoncture du marché du travail ainsi que les statistiques officielles du chômage, ces pressions se sont quelque peu atténuées depuis. Ainsi, au quatrième trimestre de 1974, les données relatives au nombre d'emplois vacants, comme l'indice des offres d'emploi publiées dans les journaux, s'inscrivaient en baisse. En ce qui concerne les statistiques des postes à pourvoir, lesquelles ne remontent qu'au troisième trimestre de 1970 et ne sont pas désajustées, on remarquera que la baisse du quatrième trimestre par rapport à la période correspondante de 1973 était la première à être enregistrée par ces séries. Quant à l'indice désajusté des offres d'emploi, il accusait lui aussi son premier fléchissement trimestriel depuis 1970, tout en restant très élevé comparativement à ses niveaux antérieurs.

Les provinces des Prairies sont la seule région du pays où la croissance de l'emploi se soit accélérée en 1974 par rapport à 1973; la hausse de 4¾% constitue un record et reflète l'essor économique que cette région a connu tout au long de l'année. En Colombie-Britannique et en Ontario, l'emploi a aussi nettement progressé – respectivement de 6¼% et de 4½%, soit presque autant qu'en 1973 –, mais cette progression s'est sensiblement ralentie les derniers mois de 1974 et au début 1975. En Ontario, ce fléchissement a été particulièrement prononcé dans le secteur de l'automobile, tandis qu'en Colombie-Britannique il était surtout lié à l'affaiblissement de la conjoncture économique dans les industries d'exploitation des richesses naturelles. Au Québec et dans les Provinces atlantiques, la croissance de l'emploi a atteint un taux de près de 2¾ points inférieur à celui très élevé de 1973. La croissance de la population active s'y est aussi

Le comportement de la demande intérieure, qui a été relativement soutenu au Canada, surtout si on le compare à d'autres pays, a contribué à une vive progression des importations en 1974. De fait, la croissance des importations a semblé-t-il, être de nouveau bien supérieure à celle de la demande intérieure, tant en valeur qu'en volume. Si l'importation de biens de capitaux a particulièrement augmenté, il n'en reste pas moins que la tendance a été assez générale. La hausse des prix à l'importation s'est quelque peu ralentie au dernier semestre de 1974, surtout du fait que le pétrole a cessé d'augmenter sur la même échelle que pendant la première partie de l'année. Pour nombre d'autres produits importés, particulièrement les produits finis, les majorations de prix ont été considérables tout au long de l'année. Au deuxième semestre, ce qui ne s'était plus vu depuis deux ans, la hausse des prix à l'importation a dépassé celle des prix à l'exportation. Sur l'ensemble de l'année, le déficit des comptes courants s'est considérablement creusé, passant de 400 millions de dollars en 1973 à près de 2 milliards en 1974. Au dernier trimestre, il s'établissait selon les estimations à environ 4 milliards de dollars en chiffres annuels.

**Le marché du travail**

L'emploi a enregistré en 1974 un accroissement net de 4¼% qui, tout en étant un peu moindre que celui de l'année précédente, n'en est pas moins nettement supérieur à la moyenne. Ce taux dépasse aussi sensiblement le rythme de croissance annuelle de la production globale. Contrairement à cette dernière qui a d'abord plafonné pour ensuite s'inscrire en baisse, l'emploi a continué de progresser, mais à une cadence plus lente. Au dernier trimestre de 1974, son niveau moyen était de plus de 2% supérieur à celui auquel il se situait neuf mois plus tôt, alors que la production en termes réels avait reculé au cours de la même période. Un ralentissement de la croissance de la production par rapport à celle de l'emploi n'est pas un phénomène cyclique inaccoutumé, mais la chute récente de la production par travailleur a été exceptionnellement forte. Adoptant un profil plus conforme à celui affiché récemment par la production, l'emploi corrigé des variations saisonnières a plafonné en décembre et régressé en janvier.

L'accroissement de la population active d'une année à l'autre s'est également révélé très élevé puisqu'il s'est établi en moyenne à quelque 4% en 1974. La progres-

## La production et les importations

La production globale de l'économie canadienne, calculée à partir du produit intérieur réel, a atteint un sommet en mars après s'être accrue à un taux annuel de plus de 10% au cours du semestre précédent. Une large part de l'accroissement de la production observé les derniers mois de 1973 était de toute évidence attribuable au rattrapage consécutif aux effets des grèves récentes, mais la nouvelle forte poussée qui a persisté pendant les premiers mois de 1974 a fait que dans de nombreux secteurs de l'économie le taux de marche des entreprises, qui était déjà assez proche de son maximum, a continué d'augmenter. Le taux d'utilisation de la capacité dans les industries productrices de biens, abstraction faite de l'agriculture, était sensiblement le même au premier trimestre de 1974 que pendant la période de pointe enregistrée fin 1965 et début 1966. Selon certaines estimations, le taux de marche du secteur manufacturier au cours de ce trimestre n'aurait jamais été dépassé pendant la période couverte par les statistiques, soit depuis 1961\*. Dans l'ensemble, la production s'est maintenue au niveau record atteint en mars jusqu'au cœur de l'automne 1974. Dans un premier temps, à un moment où les pénuries se trouvaient aggravées par les arrêts de travail affectant un très grand nombre d'employés, les difficultés d'approvisionnement ont été, semble-t-il, un facteur déterminant du plafonnement de la production. Toutefois, à mesure que l'année s'écoulait, les signes d'affaiblissement de la demande réelle se faisaient plus nombreux, en particulier dans les industries productrices de biens de sorte que, vers la fin de l'année, la production dans tous les grands secteurs de l'économie accusait un fléchissement appréciable par rapport aux sommets mentionnés précédemment.

Le ralentissement de la production observé en 1974, conjugué à la persistance d'un fort accroissement du parc de biens d'équipement, s'est traduit au second semestre par un assouplissement progressif des pressions sur la capacité de production. Pourtant, dans certains secteurs, en particulier dans celui de la production de biens d'équipement, les taux d'utilisation étaient encore relativement élevés à la fin de l'année, même si les pénuries avaient presque cessé d'être un problème.

\* Pour plus de détails sur ces statistiques, voir le numéro de septembre 1974 de la Revue de la Banque du Canada.

de l'investissement dans les stocks se soient modifiées considérablement au fil des mois. Compte tenu des pénuries enregistrées les premiers mois de l'année, il va de soi que cette accumulation des stocks avait été en général tout à fait intentionnelle. Il se peut même que, dans l'ensemble, elle soit restée en deçà du niveau désiré. Toutefois, en raison du plafonnement de la demande finale à prix constants au second semestre, les entreprises semblent avoir été amenées dans une large mesure à accumuler des stocks sans le vouloir. Il en a certainement été ainsi dans le secteur de l'au-

tomobile. En 1974, tous les paliers de gouvernement ont considérablement augmenté leurs dépenses en biens et en services. Au niveau fédéral, l'accroissement a été particulièrement élevé. Les transferts et les subventions du secteur public aux autres secteurs de l'économie ont aussi augmenté à une allure beaucoup plus vive qu'en 1973, d'une part en raison des mesures gouvernementales visant à amortir les contre-coups dans le budget du consommateur, du renchérissement du pétrole et de certains autres produits de base, et d'autre part en raison des dispositions prises en vue de neutraliser les effets de la hausse du coût de la vie sur le pouvoir d'achat des bénéficiaires de paiements de transfert.

Au premier semestre de l'année, les exportations en valeur ont continué leur très vive progression; non seulement le pétrole est devenu nettement plus cher, mais encore les denrées agricoles et un certain nombre de matières premières industrielles qui figurent au premier plan de nos exportations ont aussi continuélement augmenté. En volume, nos exportations, qui avaient plafonné après le premier trimestre de 1973, sont restées constantes au cours de 1974. Ce comportement découlant du volume des exportations est attribuable à un ensemble de facteurs. Les tensions observées au niveau de l'offre ont continué de jouer dans certains secteurs; par ailleurs, l'affaiblissement progressif de la conjoncture économique à l'étranger s'est traduit par un fléchissement de la demande réelle de nos produits d'exportation. Par suite de la contraction sévère de l'activité dans la construction résidentielle aux États-Unis, les exportations de bois d'œuvre ont accusé, en valeur et en volume, un recul partiellement marqué pendant l'année, mais les exportations en volume d'une vaste gamme d'autres produits de base ont également diminué. Cette régression de la demande réelle en 1974 a influé de plus sur les prix à l'exportation au fil des mois.

# Principales composantes de la demande

1<sup>er</sup> trim. 1972 = 100, données désaisonnalisées





a diminué tout au long de 1974; pour l'ensemble de l'année, il s'est situé à un niveau inférieur de plus de 2% à celui de 1973 et, au dernier trimestre de 1974, il était de 5% plus bas qu'un an plus tôt. Au Canada, par contre, il aurait marqué une progression d'environ 3½% sur l'année et semble n'avoir guère varié d'une fin d'année à l'autre. Dans les deux pays, l'emploi s'est remarquablement bien maintenu comparativement à la production pendant la plus grande partie de 1974; vers la fin de l'année, toutefois, le chômage a commencé à monter en flèche aux États-Unis et, en janvier 1975, le taux désajusté de chômage s'établissait à 8.2% dans ce pays, contre 6.7% au Canada.

Bien que les prix aient évolué de façon similaire au Canada et aux États-Unis en 1974, certains indices donnaient à penser, vers la fin de l'année, que sur ce plan aussi des différences commençaient à se manifester. L'évolution de certains indicateurs fondamentaux de la tendance des coûts et des prix aux États-Unis laisse croire que les perspectives d'une modération prochaine de l'inflation sont bien meilleures dans ce pays qu'au Canada. Si les coûts unitaires de main-d'œuvre ont accusé une vive hausse aux États-Unis, en partie à cause d'une évolution de la productivité encore plus défavorable que dans notre pays, il reste que l'augmentation des salaires et des traitements y a été plus modérée qu'ici. Les salaires hebdomadaires n'ont guère accusé d'accélération aux États-Unis et, au moins depuis la fin du premier semestre, les augmentations octroyées dans le cadre d'accords salariaux semblent être à peu près deux fois moins élevées que celles accordées au Canada.

Selon les estimations des comptes nationaux pour les trois premiers trimestres de 1974, la dépense intérieure à prix courants a augmenté au rythme annuel très rapide d'environ 20%, soit à peu près à la cadence enregistrée au second semestre de 1973. Toutefois, comme l'inflation des prix intérieurs s'est vivement accélérée, l'accroissement de la demande à prix constants a accusé un ralentissement marqué par rapport au bond effectué en 1973. Les derniers mois de l'année, le rythme de progression de la dépense à prix courants semble s'être nettement ralenti, ce qui, de toute évidence, s'est traduit par une régression de la demande intérieure à prix constants.

Parmi les composantes de la demande intérieure réelle, ce sont les dépenses des ménages en biens

### La demande intérieure et la demande extérieure

durables et en logements, deux secteurs caractérisés par une expansion particulièrement vive jusqu'à 1974, qui ont été le plus touchés par le ralentissement. Contrairement à ce qui s'est produit aux États-Unis, les ventes de voitures neuves – qui représentaient une forte proportion des ventes de biens durables – ont conservé une grande fermeté tout au long de l'hiver dernier et se sont même accrues pendant l'été. Toutefois, à peu près depuis la sortie à l'automne des modèles 1975, elles ont accusé un fléchissement considérable qui n'a cependant pas pris l'ampleur du recul enregistré aux États-Unis. Les mises en chantier de logements ont atteint un sommet extraordinairement élevé au début de 1974, puis ont régressé pendant le reste de l'année. Sur l'ensemble de 1974, elles ont été de l'ordre de 220,000 unités, mais les derniers mois de l'année, elles s'établissaient en chiffres annuels à environ 170,000 unités. Le recul dans le secteur de l'habitation serait attribuable à un certain nombre de facteurs, notamment le renchérissement des terrains et la hausse des frais de construction, l'incertitude accrue quant à l'obtention d'un rendement satisfaisant des logements neufs mis en location et la hausse des taux d'intérêt hypothécaires. De plus, les fonds destinés au financement hypothécaire, surtout en ce qui a trait aux habitations de prix élevé, ont également subi une certaine contraction, qui s'est toutefois quelque peu atténuée à la fin de l'année.

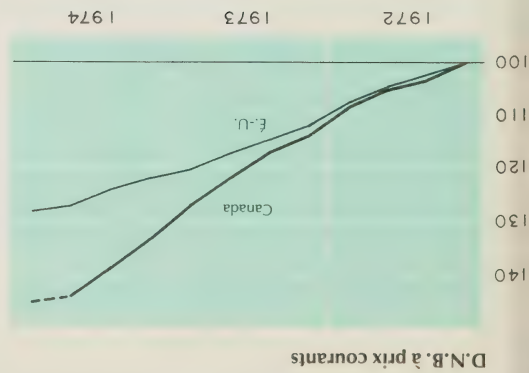
Les autres secteurs de la demande intérieure semblent avoir fait preuve de fermeté tout au long de 1974. En dépit de la hausse rapide du coût des biens d'équipement et des frais de construction, l'investissement fixe à prix constants des entreprises a progressé vivement pour la deuxième année consécutive et le parc de biens de capital s'est agrandi sensiblement. Les investissements ont été particulièrement importants dans des secteurs comme l'acier, les produits chimiques, ainsi que les pâtes et papier, où les contraintes de capacité avaient été particulièrement marquées. Selon les résultats des enquêtes sur les intentions d'investissement publiées en février 1975, les entreprises se proposent, en ce début d'année, de consacrer aux immobilisations en 1975 environ 18% de plus en dollars courants qu'en 1974. Encore que ce taux représente un recul sensible par rapport à celui de 24% enregistré en 1974, il laisse néanmoins entrevoir des progrès notables, en termes nominaux aussi bien qu'en termes réels.

La formation des stocks a aussi progressé à un rythme rapide en 1974, encore que les facteurs déterminants

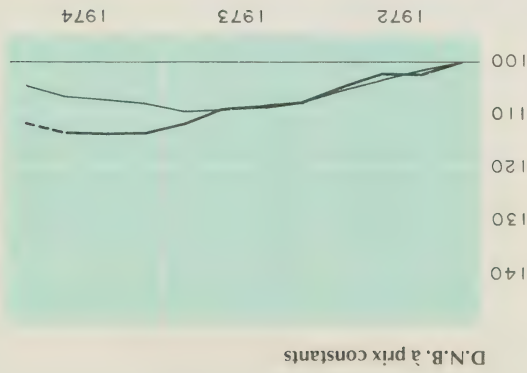


# Quelques indicateurs de l'évolution économique au Canada et aux États-Unis

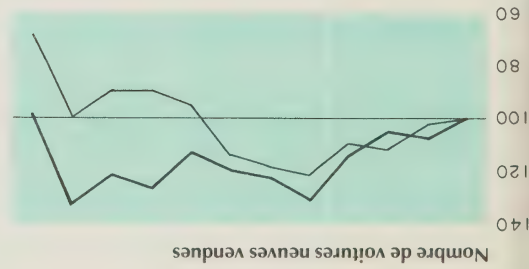
1<sup>er</sup> trim. 1972 = 100, données désaisonnalisées



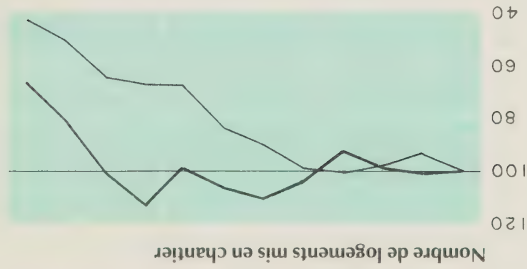
D.N.B. à prix courants



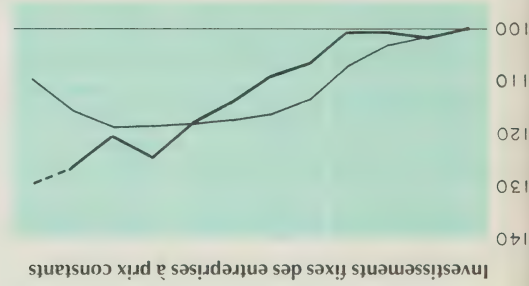
D.N.B. à prix constants



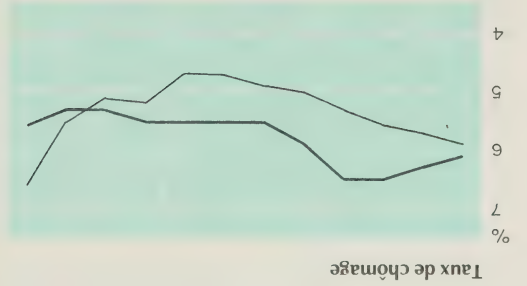
Nombre de voitures neuves vendues



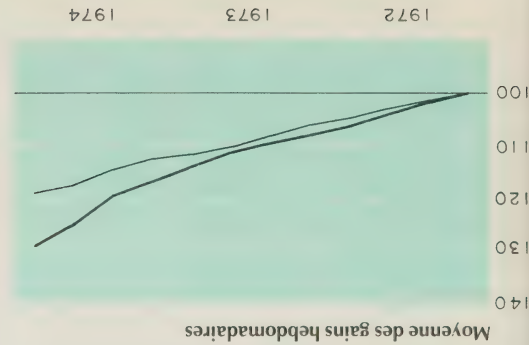
Nombre de logements mis en chantier



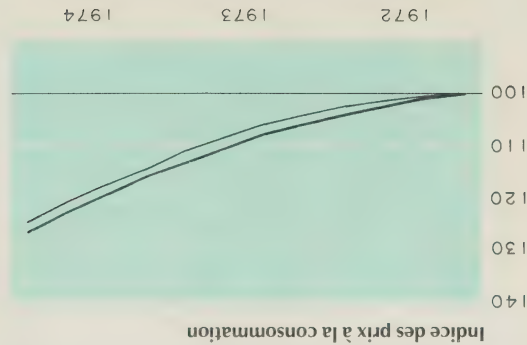
Investissements fixes des entreprises à prix constants



Taux de chômage



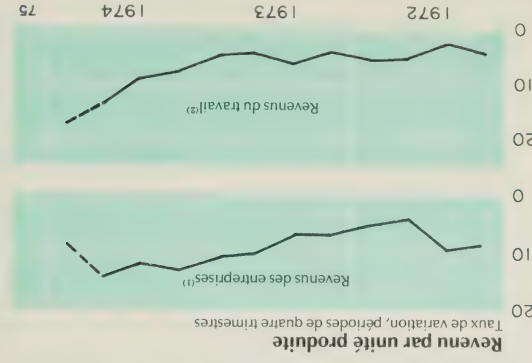
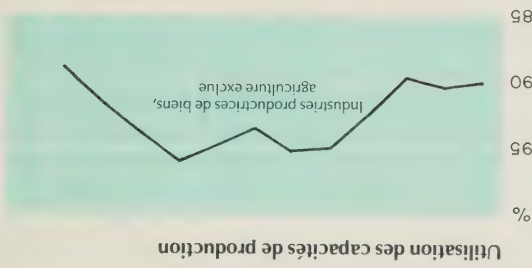
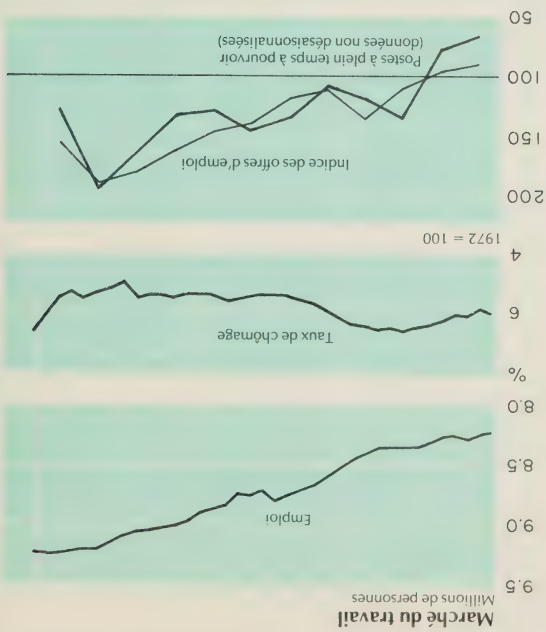
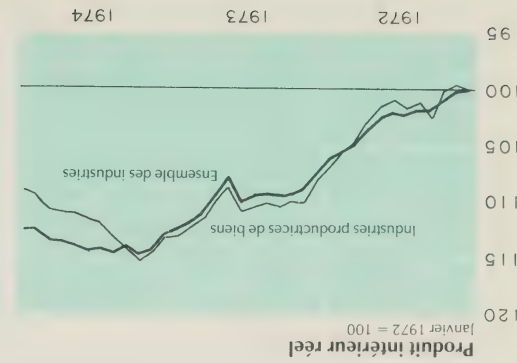
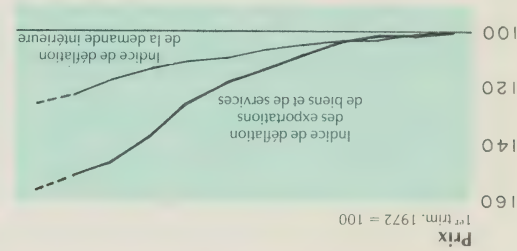
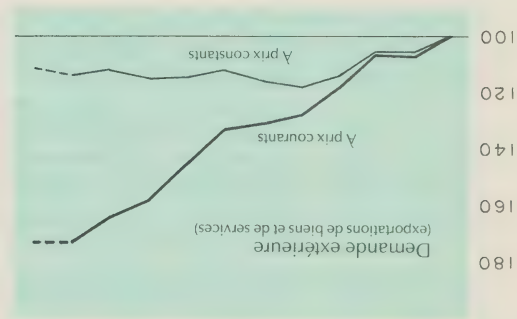
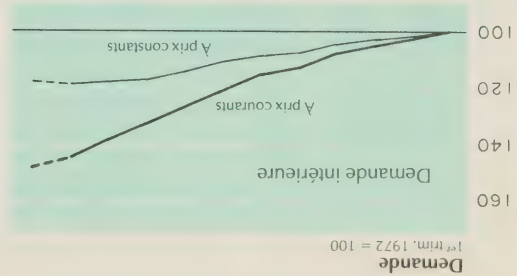
Moyenne des gains hebdomadaires



Indice des prix à la consommation

# Principaux indicateurs économiques

(Données désaisonnalisées)



(1) Comprend les bénéfices des sociétés, le revenu des entreprises non constituées en sociétés (secteur agricole exclu), les provisions des sociétés pour amortissement du capital fixe et la réévaluation des stocks.  
(2) Comprend les salaires, traitements et revenus complémentaires du travail.

à une hausse du niveau général des prix de quelque 13%. La croissance de la production réelle de biens et de services, qui aurait été d'environ 3½% sur l'année, a été nettement inférieure à celle de chacune des trois années précédentes et s'est confinée aux premiers mois de 1974. Continuant sur la lancée des derniers mois de 1973, le volume de la production globale a marqué une très forte avance pendant les premiers mois de 1974, puis a atteint un sommet où il s'est plus ou moins maintenu avant d'entamer un recul notable au dernier trimestre.

L'essor de la production fin 1973 et début 1974 a renforcé les pressions dont l'appareil productif avait déjà été l'objet en 1973, limitant ainsi à court terme toute nouvelle augmentation de la production. Le marché du travail a également continué à présenter des signes de tension pendant la majeure partie de l'année. En outre, la production a été perturbée par de très nombreux arrêts de travail, en particulier au printemps et au début de l'été. Toutefois, en raison du fléchissement de la demande observé dans certains secteurs de l'économie à partir du printemps, la pression sur les capacités de production s'est progressivement affaiblie, et les pénuries de main-d'œuvre et de matières premières sont devenues bien moins courantes.

Une des caractéristiques remarquables de 1974 réside dans les fortes dissimilitudes qu'ont affichées les économies canadienne et américaine au cours de l'année. Comme on le constatera au graphique de la page 13, le fléchissement de la demande globale, en termes réels et en termes nominaux, a commencé bien plus tôt et a été bien plus prononcé aux États-Unis qu'au Canada. Aux États-Unis, le produit national brut à prix courants a augmenté d'à peu près 8% en 1974, soit à un taux environ deux fois moins élevé que celui qui semble avoir été enregistré au Canada. Comme la hausse des prix a été à peu près du même ordre dans les deux pays, la différence dans l'évolution de la demande apparaît surtout dans le comportement de la production réelle. Aux États-Unis, le P.N.B. en volume a atteint une crête au dernier trimestre de 1973 et

Dans le contexte de la conjoncture économique défavorable enregistrée à l'étranger, la production et l'emploi ont été relativement bien soutenus au Canada en 1974. La contraction des disponibilités internationales de pétrole pendant les premiers mois de l'année n'a guère eu dans l'immédiat d'incidence sur l'activité économique du pays. La dépense intérieure est demeurée assez vigoureuse pendant une bonne partie de l'année, les investissements effectués par les entreprises pour accroître leur capacité de production continuant en particulier d'apporter un puissant soutien à l'activité économique. Au fil des mois toutefois, l'aggravation de la baisse cyclique à l'étranger commença à influencer de plus en plus la demande et sur les prix des principales exportations canadiennes. De plus, certaines composantes de la demande intérieure, qui avaient fait preuve d'une très grande fermeté, ont commencé à donner des signes de faiblesse, tout particulièrement les achats de logements, d'automobiles et d'autres biens de consommation durables. Toutefois, la demande intérieure ayant conservé un certain dynamisme, les importations ont continué de croître rapidement, ce qui a engendré au second semestre, une dégradation des termes de l'échange et une détérioration marquée du compte courant de la balance des paiements. Vers la fin de l'année, la production a fléchi, la croissance de l'emploi a ralenti et le chômage a commencé à augmenter. La hausse rapide des prix intérieurs s'est poursuivie et les efforts déployés par les salariés pour maintenir et, dans certains cas, pour améliorer leur situation relative se sont traduits par une forte pression à la hausse sur la structure des coûts intérieurs.

Ni les premières estimations des comptes nationaux pour le quatrième trimestre de 1974, ni les révisions éventuelles des données des trimestres précédents ne sont connues au moment de la rédaction de ce Rapport. Toutefois, les renseignements disponibles tendent à indiquer que la dépense globale à prix courants au Canada a progressé en moyenne de quelque 17% en 1974. Cette progression est en grande partie imputable





temps pour apporter les ajustements nécessaires à leur nouvelle situation économique. Il reste que le problème fondamental demeure très réel et ne sera pas résolu en un tournemain. Même si on continue de trouver les moyens de venir à bout des graves difficultés de financement international que comporte ce problème, il sera très difficile, étant donné qu'il sera nécessaire d'adapter le profil de la consommation, de la production et du commerce au prix actuel relativement plus élevé du pétrole, d'atteindre, au moins pendant une longue période de transition, le taux de croissance de la production réelle et des revenus réels qu'on prend pour acquis depuis la fin de la guerre.

Ainsi que nous l'avons souligné précédemment, nombre de difficultés que doit surmonter l'économie mondiale sont liées d'une façon ou d'une autre au taux élevé d'inflation qui sévit depuis déjà un certain temps. Ces difficultés illustrent bien le fait que l'inflation ne constitue guère un moyen facile d'atteindre à une bonne tenue de l'économie. L'inflation actuelle résulte dans une très large mesure des excès que comportait la politique budgétaire et monétaire adoptée par de nombreux pays pour venir à bout des difficultés économiques du début de la présente décennie. Le problème inflationniste est actuellement beaucoup plus grave qu'il ne l'était à l'époque et il est par conséquent de la plus haute importance que les dirigeants des pays en cause ne versent une fois de plus dans des excès de même nature dans leurs efforts pour rétablir des niveaux d'activité économique satisfaisants. S'il en était ainsi, il n'y aurait que très peu de chances de pouvoir empêcher l'évolution mondiale vers une société de plus en plus sujette à l'inflation.

Bien que le Canada traverse actuellement une période désagréable et difficile du point de vue économique, les perspectives à long terme sont excellentes si les Canadiens parviennent à éviter que la hausse des coûts et des prix n'empêche l'économie canadienne de fonctionner efficacement sur le plan intérieur et de conserver une forte position concurrentielle sur les marchés internationaux. Dans l'application de sa politique monétaire, la Banque du Canada vise à promouvoir une conjoncture du crédit favorable à la relance de l'activité économique au Canada. En même temps, la Banque ne perd pas de vue pour sauvegarder les intérêts à long terme du Canada il faut absolument que la poussée inflationniste soit modérée.

Canada dépend très peu de l'étranger pour la couverture nette de ses besoins de pétrole, il n'en va pas de même de la plupart de ses partenaires commerciaux, et quelques-unes des tensions ressenties par ces derniers, tant sur certains marchés particuliers que sur le plan de leur situation économique générale, se sont propagées jusqu'à nous. La faiblesse actuelle de notre commerce extérieur d'automobiles et de pièces détachées tient probablement en partie à cette cause. L'apparition d'une situation très largement déficitaire de la balance courante avive le souci que chacun devrait ressentir devant la forte tendance à la hausse des coûts au Canada. Cela signifie donc que nous devons également maintenir au Canada un climat financier assez attrayant pour que s'acheminent vers le pays les montants considérables de capitaux étrangers dont nous aurons besoin pour financer notre déficit\*.

Il y a actuellement sur la scène économique mondiale quelques éléments encourageants, dont on aurait tort de sous-estimer l'importance. Ainsi, l'environnement économique international se prête de mieux en mieux à une atténuation du rythme de l'inflation. De plus, les modifications apportées par un certain nombre de pays à leurs politiques donnent bon espoir que l'économie mondiale retrouvera un taux de croissance satisfaisant d'ici à la fin de 1975 ou au début de 1976. Il n'est pas moins encourageant de constater que l'aggravation considérable du déficit de la balance des paiements de divers pays fortement tributaires de l'étranger pour leur approvisionnement en pétrole n'a pas provoqué l'effondrement tant redouté du système des paiements et des échanges internationaux. Un processus d'élargissement des arrangements internationaux et intergouvernementaux visant à compléter le rôle des marchés de capitaux privés dans le recyclage des pétrodollars et à venir en aide aux pays en proie à des problèmes de paiements particulièrement épineux est actuellement en cours. Le Canada a joué un rôle actif dans ce domaine en appuyant les initiatives prises tant dans le cadre du Comité intermédiaire des ministres du F.M.I. qu'à l'occasion des réunions du Groupe des Dix et de l'O.C.D.E. Ces arrangements aideront les pays intéressés en leur accordant plus de

\* On trouvera, en annexe à ce Rapport, un communiqué en date du 27 février 1975 du ministre des Finances annonçant le retrait de la dernière des directives s'appliquant aux emprunts effectués à l'étranger par des Canadiens.

De fait, ces groupes sociaux se livrent à qui mieux mieux à une course à la plus forte augmentation des revenus nominaux. Comme cette compétition a lieu au cours d'une période de plafonnement du revenu réel moyen par habitant, les gains des uns ne peuvent être obtenus qu'aux dépens des autres. Ce mouvement tend à se nourrir de lui-même, car les groupes les moins combattifs se sentent eux aussi obligés de s'affirmer, de peur de se laisser complètement distancer. Aussi la compétition semble-t-elle futile, car si tous pressent le pas, il devient de plus en plus difficile pour un groupe quelconque de prendre la tête du peloton et d'y rester. En attendant, cette gymnastique est génératrice de tensions sociales et est préjudiciable sur le plan économique. Les tentatives de la part des producteurs de repercuter les fortes augmentations de coûts sur les prix à la consommation risquent, dans la conjoncture actuelle, d'entraîner une réduction des ventes, de la production et de l'emploi. Les entreprises industrielles qui ont à affronter la concurrence étrangère au Canada ou ailleurs sont particulièrement vulnérables, car l'augmentation rapide de leurs coûts de production peut les placer dans une situation désavantageuse par rapport aux fournisseurs étrangers. En outre, l'escalade des coûts entraîne sévèrement la planification rationnelle des investissements, fondement de la prospérité économique à long terme. Rien ne contribuerait plus à améliorer les perspectives de l'économie canadienne qu'un net ralentissement du rythme de cette course à l'augmentation des revenus nominaux.

Nous avons déjà fait allusion aux répercussions des récents développements sur la balance des paiements internationaux du Canada. Il semble que nous soyons entrés, du moins pour un certain temps, dans une phase de déficits considérables de la balance courante – de loin supérieurs, en pourcentage de la dépense nationale brute, à ceux que nous avons enregistrés depuis 1960. Cette évolution peut être considérée dans une certaine mesure comme un phénomène cyclique attribuable au fait que, jusqu'à présent, au cours de ce cycle économique mondial, la demande a moins faibli au Canada que chez nos principaux partenaires commerciaux. Un autre facteur connexe, qui a pris de l'importance depuis le milieu de 1974, est que les prix de nos importations augmentent plus que les cours internationaux des produits que nous exportons. Dans une certaine mesure, la détérioration de notre balance commerciale est aussi attribuable à l'évolution de la situation pétrolière dans le monde. S'il est vrai que le

Pour l'instant, la très rapide montée des coûts au Canada constitue le plus visible des problèmes dont on vient de parler. Même s'il est vrai qu'une certaine poussée des coûts caractérise les phases de ralentissement économique, il reste que les revenus nominaux de diverses catégories de Canadiens augmentent ac-tuellement à un rythme extraordinairement rapide.

flationnistes des deux dernières années ont, de diverses façons, beaucoup nui au bon fonctionnement de l'économie.

passera dans d'autres domaines, au Canada même, comptera également pour beaucoup. Les excès inflationnistes des deux dernières années ont, de diverses façons, beaucoup nui au bon fonctionnement de l'économie.

L'assouplissement des conditions du crédit qui s'effectue au Canada crée un climat monétaire favorable à une relance de l'économie. Cependant, même dans un contexte monétaire propice, il est peu probable que l'économie canadienne regagne rapidement ou facilement un niveau soutenable d'activité. Les perspectives économiques au Canada dépendront beaucoup de ce qui se passera à l'étranger, car on ne peut s'attendre à ce que le Canada retrouve sa santé et sa vigueur économiques en l'absence d'une reprise aux États-Unis et dans les autres principaux pays importateurs de produits canadiens. En tout cas, ce qui se passera dans d'autres domaines, au Canada même, comptera également pour beaucoup. Les excès inflationnistes des deux dernières années ont, de diverses façons, beaucoup nui au bon fonctionnement de l'économie.

Même si le niveau actuel des taux d'intérêt peut ne pas sembler bas comparativement aux taux pratiqués dans le passé, il est pourtant très bas si on tient compte de l'inflation. À moins que le rythme de l'inflation ne fléchisse plus rapidement qu'il ne semble probable, les détenteurs de placements à court terme rapportant un revenu fixe toucheront, aux taux actuels, un taux de rendement réel négatif, puisque l'intérêt qui leur sera servi sera moindre que la perte du pouvoir d'achat de leur capital. D'un autre côté, le prix réel de l'argent emprunté est bien moindre que le taux d'intérêt nominal payé par le débiteur, et il est même probable qu'aux taux actuels le coût réel de certains types d'emprunts à court terme est également négatif. Au fond, on peut donc dire que le loyer de l'argent est maintenant exceptionnellement bas au Canada.

régression certes moindre, mais quand même appréciable. D'autres taux débiteurs appliqués par les institutions financières ont sensiblement fléchi. De plus, l'argent est facile à emprunter à ces taux moindres. Le marché des capitaux est devenu très actif et fournit un fort volume de crédit à de nombreux emprunteurs, dont beaucoup cherchent à obtenir des sommes considérables.



pas parvenue à contenir les dépenses excessives financées par le crédit, mais qu'elle a tablé beaucoup plus que par le passé sur le renchérissement du loyer de l'argent plutôt que sur des restrictions appliquées à institutionnels.

À mesure que les mois passaient, la Banque du Canada se mit à se demander si la demande intérieure, qui avait fait preuve de vigueur précédemment, n'était pas en train d'enregistrer un revirement trop brutal. Les perspectives d'une relance prochaine de l'activité économique dans le monde s'estomaquaient. Parallèlement, on commençait à voir apparaître, dans un secteur de l'économie canadienne après l'autre, des signes que les vendeurs cessaient d'être en position de force sur les marchés et que, au contraire, les acheteurs étaient en train de prendre le haut du pavé, comme cela s'était produit quelques mois auparavant aux États-Unis et dans de nombreux pays d'outre-mer. Cette modification de la conjoncture et des perspectives économiques s'est également manifestée par une orientation plus expansionniste de la politique financière au Canada.

Depuis la fin de l'été, les opérations de la Banque du Canada ont eu pour objectif de faciliter un prompt ajustement à la baisse des taux d'intérêt à court terme. Vers la même époque, les taux d'intérêt ont commencé à fléchir aux États-Unis et sur les marchés internationaux, créant un contexte propice à la réalisation de cet objectif. Les taux canadiens n'ont été touchés pleinement par ces nouvelles conditions qu'avec un certain retard, tout d'abord en raison de l'incidence de la campagne de vente d'obligations d'épargne du Canada, et ensuite, en fin d'année, à cause du resserrement saisonnier du marché monétaire. En janvier, une nouvelle et forte baisse s'est effectuée très rapidement et les opérations de la Banque du Canada ont alors visé à modérer l'ampleur du fléchissement des taux du marché monétaire. Une nouvelle structure de taux d'intérêt sensiblement moins élevés est maintenant devenue générale dans notre pays.

Au Canada, le loyer de l'argent est actuellement très inférieur au sommet qu'il avait atteint l'été dernier. Le recul des taux à court terme a été particulièrement marqué. Presque tous les taux à court terme très sensibles ont fléchi d'au moins 3%, certains secteurs du marché ayant même enregistré des baisses allant jusqu'à quelque 5%. Le rendement des obligations à long terme et des prêts hypothécaires a accusé une

peut être difficile pour les nations de retrouver et de suivre sans trop de difficultés le chemin de la stabilité économique une fois qu'elles ont laissé les poussées inflationnistes prendre un tel élan.

Des premiers mois de 1973 à la fin de l'été 1974, la politique monétaire canadienne visait à opposer une résistance de plus en plus forte à la croissance excessive, rapidement rapide à cette époque de la dépense globale. Bien qu'on ne puisse s'attendre à ce que l'économie canadienne soit matériellement en état d'accroître sa production totale de biens et de services à un taux annuel de beaucoup supérieur à 5%, la dépense nationale en dollars courants progressait il n'y a pas si longtemps encore, soit fin 1973 et début 1974, à un rythme annuel de quelque 20%. Plus un taux aussi élevé de croissance de la dépense globale persistait, plus un taux élevé d'inflation se perpétuait inévitablement.

Tout au long de cette période, la Banque du Canada s'est efforcée de réduire la mesure dans laquelle la demande pressante de crédit était satisfaite par l'expansion monétaire plutôt qu'autorégulée par un relèvement progressif des taux d'intérêt. La hausse continue du loyer de l'argent au Canada a été très fortement renforcée par la montée rapide des taux d'intérêt aux États-Unis et en Europe. À mesure que les taux d'intérêt montaient, la croissance rapide de la monnaie hors banques et des dépôts à vue du public (les moyens de paiement les plus utilisés au Canada) se ralentissait, à la fois en termes absolus et par rapport à l'accroissement du revenu national.

Toujours au cours de cette période, le taux de croissance de la masse monétaire au sens large est demeuré élevé en raison de l'expansion de plus en plus rapide des dépôts rémunérés du public, en particulier des dépôts à court terme. Ces dernières années, aux périodes de forte demande de crédit et de resserrement des réserves-encaisses, les banques se sont de plus en plus efforcées d'attirer des sommes importantes sous forme de dépôts à terme comportant des taux d'intérêt hautement compétitifs et un degré appréciable de liquidité. Pendant la récente période de renchérissement général de l'argent, les banquiers du marché procurent, tant auprès des grossistes du marché monétaire qu'auprès des épargnants, des capitaux considérables dont elles se sont servies pour accroître à un rythme relativement rapide le flux du crédit bancaire. Cela ne signifie pas que la politique monétaire n'est

crainte de l'incidence sur le plan intérieur de taux de change relativement élevés. Dans les divers pays, ces politiques finirent par entraîner une croissance rapide de la dépense des secteurs public et privé, croissance dont les effets se sont renforcés par le jeu du commerce international. La production fit un bond presque simultané dans la plupart des pays et atteignit en 1973 un niveau tel qu'elle tendit à dépasser l'offre mondiale de matières premières. En même temps, cet essor de la production donna lieu à d'autres raretés de toutes sortes et à un resserrement extrême des marchés du travail. Dans ces circonstances, les majorations de prix devinrent plus fortes, plus fréquentes et plus répandues. Le processus inflationniste se vit considérablement renforcé d'abord par des déficits dans l'approvisionnement en céréales alimentaires et en provende, et ensuite par le quadruplement du prix mondial du pétrole.

L'économie mondiale a maintenant réagi à ces excès cumulatifs et se trouve pour ainsi dire dans un état d'équilibre. Elle tente péniblement d'éliminer les déséquilibres qui se sont créés et de retrouver le chemin de la stabilité.

Au cours de 1973, de nombreux pays ont réajusté les politiques financières fortement expansionnistes qui avaient mené à la surchauffe de leur économie. Ils ont ainsi évité que ne s'aggravent les distorsions et les déséquilibres qui se propageaient déjà, épargnant au monde des problèmes économiques encore plus graves que ceux qu'il connaît à l'heure actuelle. D'ailleurs, lorsque vers la fin de 1973 un certain nombre de pays qui dépendent dans une large mesure du pétrole importé se rendirent tout à coup compte qu'ils étaient sur le point d'encourir des déficits massifs de leur balance des paiements, ils n'eurent d'autre choix que de prendre rapidement des mesures pour modérer la croissance excessive de leur demande intérieure.

Tout en s'efforçant d'atténuer les pressions de la demande sur leur économie, aucun des pays industrialisés ne songea à prendre les mesures draconiennes de temps relativement court. La plupart des pays visaient plutôt à rétablir une marge suffisante de capacité de production inutilisée avec l'espoir que cela leur permettrait de retourner avec le temps à une croissance économique accompagnée d'une stabilité raisonnable des prix. Le problème a été nettement aggravé par la conjoncture pétrolière; néanmoins, les événements survenus par la suite montrent combien il

des revenus est resté exceptionnellement élevé. Au cours de l'année, le solde de la balance courante du Canada s'est infléchi pour devenir fortement déficitaire, et au quatrième trimestre, le déficit avait atteint un taux annuel d'environ 4 milliards de dollars.

Dans la plupart des pays industrialisés, le ralentissement économique s'est amorcé plusieurs mois plus tôt et a été considérablement plus prononcé qu'au Canada. La production de l'ensemble des pays membres de l'O.C.D.E. n'a guère progressé en 1974 par rapport à 1973 – si progression il y a eu – et celle des trois plus importants partenaires commerciaux du Canada, les États-Unis, le Japon et la Grande-Bretagne, est tombée bien au-dessous du niveau de l'année précédente. Aux États-Unis, le chiffre de la production au dernier trimestre de 1974 était inférieur d'environ 5% à celui qu'au Canada, la production au quatrième trimestre, du trimestre correspondant de l'année antérieure, alors qu'au Canada, la production au quatrième trimestre, bien que n'atteignant pas les niveaux observés au printemps et à l'été, se trouvait quand même à peu près au même niveau qu'au dernier trimestre de 1973. Le taux de chômage a grimpé, si bien qu'il s'établissait en janvier 1975 à 8,2% de la population active aux États-Unis, alors qu'au Canada il se situait à 6,7%. Les prix à la consommation ont continué de monter rapidement et à peu près au même rythme dans les deux pays, mais, ces derniers mois, l'augmentation des salaires et des traitements a dans l'ensemble été notablement plus élevée au Canada qu'aux États-Unis.

Dans le reste du monde industrialisé, l'échelonnement et l'intensité du ralentissement de la production, le rythme de l'inflation persistante des coûts et des prix ainsi que le degré de faiblesse de la balance des paiements ont varié d'un pays à l'autre. Malgré ces différences, l'examen de l'évolution enregistrée dans ces différents pays dégage un profil généralement semblable attestant qu'elle est l'œuvre de l'action conjuguée des mêmes facteurs.

On trouve à l'origine de cette évolution la récente poussée inflationniste mondiale, engendrée elle-même par les politiques monétaire et budgétaire très expansives pratiquées par presque tous les grands pays industrialisés ont suivies dans le but de rétablir un niveau élevé de production et d'emploi au lendemain du ralentissement économique de 1970. Le monde a connu alors une période d'intense instabilité monétaire et il semble, avec le recul, que les politiques de nombreux pays furent influencées outre mesure par la



Comme la plupart de ses partenaires commerciaux, le Canada est entré dans une phase de ralentissement cyclique de l'activité économique. Dans tous les pays industrialisés, la production s'est ralentie ou même infléchie et le chômage est en train de s'accroître. Bien que le climat économique actuel soit propice à une modération de la récente poussée inflationniste, ses effets sur la tendance des prix commencent seulement à être ressentis et se trouvent entravés par la hausse rapide et continue des coûts. Dans l'intervalle, l'économie mondiale s'efforce de trouver des solutions aux déficits des balances des paiements et aux autres difficultés qui découlent du quadruplement des prix du pétrole survenu il y a un an. Elle doit donc faire face à l'heure actuelle à un ensemble de problèmes d'une gravité exceptionnelle. Il y a toutefois de bonnes raisons de croire que l'activité économique mondiale atteindra bientôt son creux et qu'une certaine reprise pourra s'amorcer dans un climat moins inflationniste d'ici à la fin de l'année.

Au Canada, la croissance de la dépense globale et de la production a considérablement ralenti depuis le premier trimestre de 1974. La dépense nationale brute à prix courants progressait toujours à une cadence d'environ 20% par année, mais ce rythme est tombé à 15% l'an aux deuxième et troisième trimestres et a encore diminué au dernier. La demande de nombreux produits canadiens d'exportation s'est affaiblie, de même que celle d'importantes composantes de la dépense intérieure, à savoir les immobilisations en logements neufs ainsi que les achats d'automobiles et de biens de consommation durables. Par contre, la demande de biens et de services d'origine étrangère est restée relativement vigoureuse.

Jusqu'à présent, la hausse rapide des prix au Canada s'est poursuivie pour ainsi dire sans répit, bien que ses causes se soient considérablement modifiées. L'aug-

mentation des prix au Canada n'est plus attribuable à l'escalade des cours des matières premières sur les marchés internationaux ni, à quelques exceptions près, aux pressions à la hausse exercées par une trop forte demande intérieure et extérieure dans certains secteurs fonctionnant déjà à la limite de leur capacité de production. Actuellement, l'inflation des prix ressortit plutôt à un accroissement des coûts dans des secteurs où, de toute évidence, les ventes sont bien en deçà de la capacité croissante de production. Les prix des matières premières industrielles échangées sur les marchés internationaux ont commencé à s'affaiblir vers la fin du premier semestre de 1974. Certains indices donnent à penser que cette tendance se propagerait actuellement aux matières premières agricoles. Par contre, les prix des produits fabriqués ou transformés continuent en général de progresser vivement. Comme les matières de base représentent une forte proportion des exportations canadiennes et que les produits fabriqués constituent une large partie de nos importations, les tendances actuelles des prix sur les marchés internationaux sont en train de nous faire perdre l'avantage que nous avons retiré pendant les deux dernières années du fait du renchérissement plus rapide de nos exportations que de nos importations.

Comme la dépense s'est accrue beaucoup moins rapidement que nos exportations, le volume des ventes et de la production dans l'économie canadienne a plafonné et, au cours des derniers mois de 1974, s'est contracté. Par suite de cette baisse de la production, la croissance de l'emploi a aussi commencé à perdre de sa vigueur, et le nombre de personnes recensées comme sans-travail à la recherche d'un emploi a considérablement augmenté. L'affaiblissement de la demande a frappé de façon inégale les différentes industries et les différentes régions du pays; dans les provinces des Prairies, le flux



## Banque du Canada

### Rapport du Gouverneur – 1974

5	Observations d'ordre général
11	La conjoncture économique
14	La demande intérieure et la demande extérieure
16	La production et les importations
17	Le marché du travail
19	Les revenus, les coûts et les prix
21	L'évolution de la situation financière
21	Le loyer de l'argent
23	La masse monétaire
26	Les concours octroyés par les institutions et par les marchés financiers
33	Les opérations de la Banque du Canada
33	Les opérations effectuées dans le cadre de la politique monétaire
34	La gestion de la dette publique
36	Les opérations sur devises étrangères
38	Tableaux en annexe
44	Suppression des lignes directrices sur les emprunts à l'étranger Communiqué publié par le ministère des Finances
45	États financiers
49	Conseil d'administration
50	Direction et cadres
51	Agences

Bank of Canada • Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

Le 28 février 1975

L'honorable John-N. Turner, c.p.  
Ministre des Finances  
Ottawa (Ontario)

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de

la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur

de vous remettre ci-joint mon rapport pour

l'année 1974 ainsi qu'un état des comptes de

la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre

dernier, signé et certifié de la façon prescrite

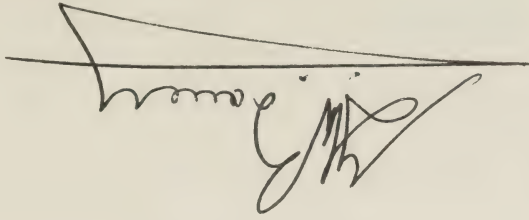
par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le

Ministre, l'expression de mes sentiments

distingués.

Le Gouverneur,







Banque du Canada  
245, rue Sparks  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9

# Banque du Canada

Rapport annuel du Gouverneur  
au Ministre des Finances  
et relevé de comptes pour l'année

1974

CAI  
FN 73  
-A55

Government  
Publication

*Canada*

# Bank of Canada



Annual report of the Governor  
to the Minister of Finance  
and statement of accounts for the year

**1975**









## GRAHAM FORD TOWERS

Mr. Towers, the first Governor of the Bank of Canada, died on December 4th, 1975. He served as Governor from September 10th, 1934 to December 31st, 1954. This portrait of him hangs in the Board Room of the Bank of Canada.

Bank of Canada · Banque du Canada    Ottawa K1A 0G9

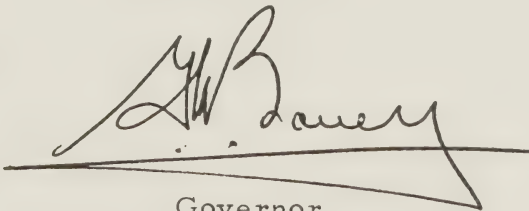
February 27th, 1976

The Hon. Donald S. Macdonald, P.C.,  
Minister of Finance,  
O t t a w a .

Dear Mr. Macdonald,

In accordance with  
the provisions of the Bank of Canada Act  
I am transmitting herewith my report for  
the year 1975 and a statement of the  
Bank's accounts for this period, signed  
and certified in the manner prescribed in  
the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read "G. B. Dawsey", is written over a horizontal line. The signature is stylized with a large initial 'G' and a long, sweeping underline that extends to the right.

Governor





## **Bank of Canada**

### **Report of the Governor - 1975**

<b>General Observations</b>	7
<b>Practical Aspects of Monetary Control</b>	15
<b>Economic Developments</b>	21
Domestic and External Demand	23
Production and Employment	26
Incomes, Costs and Prices	27
<b>Financial Developments</b>	31
Monetary Aggregates and Interest Rates	31
Credit Markets and Financial Institutions	35
<b>Bank of Canada Operations</b>	41
Monetary Policy Operations	41
Debt Management	44
Foreign Exchange Operations	45
<b>Appendix Tables</b>	47
<b>Financial Statements</b>	57
<b>Board of Directors</b>	61
<b>Officers</b>	62
<b>Agencies</b>	63



## General Observations

---

In Canada, as generally in the industrial world, the declining trend of economic activity that prevailed a year ago gave way in the course of 1975 to renewed expansion. The upturn came at about the same time in the major industrial countries, dating from the spring in Canada and the United States, somewhat earlier in Japan, and somewhat later in Germany. A few countries, notably the United Kingdom and Italy, have so far not shared much in this improving trend, but it nonetheless seems clear that the world economy is now firmly set on a path of cyclical recovery from the deepest and longest recession of the postwar period. The extent of the recession in Canada was relatively limited compared with other countries. The decline in real GNP during the recession was about 1½ per cent in Canada compared with over 6½ per cent in the United States and 5¼ per cent in Germany. Canada and Japan were the only major industrial countries in which the over-all

output of goods and services at the end of 1975 appeared to be as high as it was before the recession began.

Another notable feature of 1975 was the moderating trend of inflation in the world at large. Though the decline in the general level of international commodity prices was surprisingly limited for a period of such depressed levels of world economic activity, the pressures on domestic prices stemming from international trade abated sharply during 1975. More fundamentally, the trend of domestic costs and prices in a number of major countries began to look much more favourable. This was especially true of Germany, Japan and the United States, which by the end of 1975 were experiencing rates of price increase in the 5 to 7 per cent range and trends in wages and salaries that appeared to be consistent with their improved price performance. In a number of other countries, including Canada, much less progress was made in this respect.



Indeed, wage and salary increases in Canada escalated even further in the early part of 1975, and, as the year progressed, the rapid uptrend of costs was reflected in a growing divergence between Canadian and foreign price trends. The Government's recognition of the dangers inherent in this situation was manifested in the programme of anti-inflation measures announced in mid-October.

A third dimension of economic developments during 1975 was a remarkable reduction in the huge imbalances in the structure of world trade that had developed in 1974 as a consequence of the earlier quadrupling of the world price of oil and the booming demand and prices for foodstuffs and primary materials. The industrial countries taken together moved from a combined current account deficit of over U.S.\$30 billion in 1974 to an estimated deficit of some U.S.\$5 billion in 1975. The counterpart of the improved position of the industrialized countries was a roughly comparable reduction in the large surplus of the OPEC countries as the volume of their oil shipments contracted and their imports rose sharply. Unfortunately, this striking shift towards greater balance in world payments was not shared by the poorer nations of the world, which found themselves caught in the pincers of high prices for oil and other imports and weak markets for their exports.

Canada did not share in the general move by other industrial nations towards greater external balance, but experienced instead a large increase in its current account deficit. We were adversely affected by the same factors as other exporters of raw materials, while the relative strength of domestic demand in Canada compared with our major trading partners kept our imports at high levels. In addition to these cyclical influences, more permanent changes such as a rapidly increasing dependence on imported oil and growing debt service payments began to weaken our international balance on current account. Our current account deficit increased from about \$1½ billion in 1974 to

about \$5 billion in 1975, and at the same time our rising costs of production were further worsening our competitive position in international trade.

What stands out from this brief review is that economic developments in Canada have diverged to an unusual extent during the past two and a half years from those abroad, and particularly from those in the United States. The divergence between Canada and the United States is shown in more detail in the charts on pages 24 and 25 of this Report. Whether measured in terms of the growth of money incomes, output or employment, the buoyancy of the Canadian economy has been matched by few other countries. The relative strength of output and employment was welcome, of course, but the price tag attached is turning out to be high. That price includes a distinctly less favourable evolution of our domestic costs and prices, and of our balance of international payments.

A contributing factor to the divergence between economic events in Canada and in the other main industrial countries was that from late 1972 until well into 1974 the international economic environment developed in a way that was very favourable to us and very unfavourable to them. During that period the demand for foodstuffs and other primary products was very strong, and the prices of these commodities rose much more than the prices of manufactured goods. These circumstances added substantially to Canadian incomes and to the air of intense national prosperity that prevailed in Canada. The fact that the increase in income was initially very unevenly distributed served to strengthen greatly the scramble among groups in the country to share in it. The rising expectations of Canadians about the standard of living that they could attain were reinforced, and these expectations were not significantly dampened by the shock of the energy crisis that broke on the world at the end of 1973 because Canadians then regarded themselves as being largely insulated from that event.

For some time now developments in international markets have been much less favourable to Canada, but the change has been gradual and has not correspondingly altered expectations. The scramble for unreasonably large increases in money incomes has persisted long after the passing of the fortuitous circumstances that at first seemed to provide some justification for it.

Even in retrospect it is not easy to see how the large but temporary increment to incomes in Canada flowing from the world-wide boom of 1973 could have been prevented from causing economic distortions of some magnitude. No doubt a better appreciation of the inflationary risks inherent in the situation and more restraint on aggregate demand would have helped. Be that as it may, the country is left with the serious problem of restoring order to its structure of costs and prices and to its balance of payments.

\* \* \* \*

The basic principle underlying Canadian monetary policy continues to be that the money supply should grow along a path capable of accommodating a satisfactory rate of real economic growth accompanied by some slowing in the rate of increase of prices.

Until well into 1974, with economic activity in Canada still at full stretch and subject to intense spending pressures, the policy of the Bank of Canada had necessarily involved vigorous resistance to the economy's strongly growing appetite for money and credit. This had resulted in a persistent upward movement of short-term interest rates, which in turn had moderated the previously over-rapid pace of monetary expansion.

By the late summer of 1974, however, there were growing indications that demand pressures in the Canadian economy both for money and credit and for goods and services were at last beginning to fade in much the same way as they had faded some months earlier in the outside world. In these circumstances the Bank of Canada's concern about the trend of monetary

expansion shifted: the problem became for a time one of trying to prevent too sharp or prolonged a slowdown in the rate of monetary growth. In the closing months of 1974 and early 1975, Canadian interest rates fell sharply in response to rapidly changing market expectations and a general weakening of demand pressures in credit markets – a decline accommodated by the operations of the central bank. The undesired sluggishness of monetary growth in the latter part of 1974 soon gave way to a renewed spurt of rapid expansion in the early months of 1975.

By the late spring of 1975 the resumption of rapid monetary growth had brought the money supply, defined as currency outside banks and demand deposits at the chartered banks, back up to a trend rate of increase (measured over the previous two years) slightly in excess of 10 per cent annually. Over the course of the summer the growth rate of the money supply accelerated strongly. With economic recovery apparently underway, the Bank came to the view that not only was the money supply growing at too high a rate, but also that Canada's underlying inflation problems were rapidly building up to critical proportions. Short-term interest rates were therefore allowed to move higher and early in September the Bank Rate was increased by three quarters of one percentage point to a level of 9 per cent – in terms of past experience, an unusual action on the part of the central bank at such an early stage in an economic recovery.

During November the Bank of Canada made public its views about how rapidly the money supply should be allowed to expand in Canada in the existing circumstances. Its views were expressed in terms of a range for the underlying growth rate of currency and demand deposits of not less than 10 per cent a year but not as high as 15 per cent a year. The Bank also indicated that, for monetary policy to be consistent with the objective of gradually bringing down the rate of inflation over time, this range too would have to be lowered gradually over coming years.



---

During much of the final quarter of 1975 and into the early weeks of 1976 the figures of money supply growth in Canada were greatly inflated by the effects of a nation-wide postal strike. In February, when it again became possible to get a useful reading of the figures, it appeared that the underlying growth rate of currency and demand deposits measured from the average level in the second quarter of 1975 was still on the high side.

The need to keep the growth of the money supply under control has involved the maintenance of levels of short-term money market rates in Canada well above those in the United States, and unprecedented spreads of around four percentage points have recently emerged. The widening of these spreads in recent months has resulted mainly from a sharp fall in rates in the United States. In the past there has usually been a fairly close correspondence between short-term interest rate movements in the two countries owing mainly to the fact that underlying economic and financial conditions have typically evolved along broadly similar lines and financial markets in the two countries have many inter-connections. More recently, however, the course of the Canadian economy has diverged remarkably from that of the United States, as noted above. Not only have trends in output, employment and prices diverged, but so have monetary and financial conditions. For some time now the demand for credit has been relatively much weaker in the United States than here, and the growth of the money supply in that country has been below, rather than above, the objectives set by the monetary authorities. In these circumstances it should not be surprising that a level of short-term interest rates in Canada that is higher than usual relative to U.S. rates is required to keep the money supply from expanding too rapidly. Nevertheless, market expectations that Canadian short-term interest rates would tend to follow U.S. interest rates appear to have been quite strong, and it has been necessary from time to time for the Bank of Canada to resist this tendency by keeping the

cash reserves of the banking system unusually tight.

\* \* \* \*

I have referred already to some of the background leading up to the major anti-inflation programme announced by the Government in October 1975. It is of fundamental importance to the longer run welfare of all Canadians that the country manage to gear down the rate of increase in costs and prices – not just as a matter of international competitiveness but as an essential condition for economic, social and political stability. This must be accomplished one way or another; the only question is how.

One answer sometimes given to this question is that the Bank of Canada should do the job through a sharp and immediate reduction of the growth rate of the money supply to a rate approximately in line with the sustainable real growth of the economy. If that were to happen, it is asserted, inflation would readily come to an end.

The trouble with this prescription is not with the medicine but with the dosage, which would be so great that the patient would suffer excessively while it was working. It would sharply curtail the growth of spending on goods and services in the face of continuing large increases in production costs already built into the economy, and this would almost certainly result in extremely weak markets, widespread bankruptcies and soaring unemployment. It must be recognized that the annual rate of increase in average Canadian money incomes that is consistent with price stability is no higher than the trend rate of increase in national productivity, which is usually put at around two per cent per year, and we are a long way from that situation. All sorts of existing arrangements, including virtually all wage contracts, are based on the assumption of some continuing inflation. The attempt to force as rapid a transition to price and cost stability as this prescription involves would be too disruptive in economic and social terms to be sensible or tolerable.

---

In my opinion it is much wiser to gear down inflation more gradually and over a longer period. Any programme to this end that is to have a chance of working must certainly be firmly based on fiscal and monetary restraint, but time must be allowed for the various elements of inflation now built into the economy to be eliminated.

I also believe that in Canada's present circumstances it is useful to supplement financial discipline by direct action to restrain increases in incomes and prices. The price and income restraint programme exerts its influence on prices mainly through its impact on the various elements of cost (including profit) that enter into pricing decisions. Though it is essential to limit increases in all forms of income it must be recognized that the effectiveness of the programme will be largely determined by its success in moderating the increase in wages and salaries for the simple and inescapable reason that for the economy as a whole wage and salary costs are by far the largest element in prices. This approach can bring about the needed adjustment at less cost in terms of unemployment and lost output, and with less serious inequities, than would result from sole reliance on monetary and fiscal policies. It deserves the co-operation of all sectors of the community.

I welcome the recognition by the Government, in announcing the programme, that success will depend crucially on keeping the over-all level of demand in the economy growing at a pace consistent with successively lower rates of price increase. This is vital not only for the programme to have the desired impact while it is in effect but also to avoid a resumption of inflation immediately afterwards. An all-too-common theme running through the history of similar experiments in other countries has been the undermining of restraint by inappropriate monetary and fiscal policies.

I believe that the contribution of monetary policy to the control of inflation requires the exercise of moderation and steadiness in expand-

ing the quantity of money. While the rate of monetary growth must be adequate to support a satisfactory rate of real economic growth over time, allowing the quantity of money to expand too rapidly merely ensures that its value will eventually fall. If excessive monetary expansion is allowed to become a recurrent phenomenon, the decline in the value of money will occur at accelerating rates. This is what has in fact been happening throughout the world over a period of many years. The time is overdue to call a halt to this destructive process and to set a firm course aimed at reversing it, gradually but steadily, over the years that lie ahead.

As I have already noted, the choice of a rate around which to try to stabilize the growth of the money supply at present must have regard to the high rate of inflation that now exists in Canada, but the rate of money supply growth should be steadily diminished in the years ahead as a key element in the programme to wind down inflation. I should also note that the pursuit of a policy of stable monetary expansion requires that interest rates and the exchange rate be allowed scope for such movement as may be needed in either direction, not only over the course of business cycles but also over shorter periods.

Steadiness in the trend of monetary growth will help to combat instability in the rate of aggregate spending in the economy. If, in the short run, national expenditure rises faster in response to pressures of various kinds than the trend of money holdings, money will become more expensive and more difficult to borrow, and firms and individuals will be induced to moderate their spending. In this way short-term bursts of excessively rapid growth in aggregate spending will be moderated by stability in the rate of monetary growth. The opposite sequence of events will occur if the level of national expenditure slackens temporarily but the quantity of money keeps growing on trend. In relative terms money will become more plentiful, and thus cheaper and easier to borrow. Sooner or later this will encourage firms and individuals to



---

increase their spending again. Stable monetary expansion will thus be accompanied by contra-cyclical movements in interest rates.

In recent years the monetary authorities in a growing number of countries have been moving towards a policy approach of this kind. Its main advantage is that it increases the prospects for stabilizing both the trend of output and prices over the longer run. In the past, the approach followed by most central banks was to try to offset undesired variations in national expenditure that were believed likely to occur in the immediate future by action which often involved wide swings in the rate of monetary expansion from one period to the next. Although intended to be stabilizing, this approach often had a de-stabilizing influence on the trend of expenditure growth in the economy. The reasons for this include the difficulty of making reliable short-term economic forecasts, the long and variable time lags involved in monetary policy, and the difficulty of making judgments about appropriate interest rate levels in periods when future inflation is expected. A further difficulty with this approach and one that limits the scope for using it as a stabilization device is that any escalation of the rate of monetary growth must be fully reversed in due course if the longer run trend of monetary expansion is not to accelerate over time. Escalated monetary expansion may appear an attractive option in the short run, but the obvious danger, particularly in an already inflationary climate, is that if it is sizeable and prolonged it will intensify inflationary expectations and behaviour. The reversal of the escalation will be difficult to achieve without adverse short-term effects on economic activity.

The current approach to monetary policy does not of course mean that indicators other than monetary aggregates are being ignored but rather that considerably more weight is being placed on stability in monetary expansion than was formerly the case. Some of the practical aspects involved in implementing such a policy are discussed later in this Report.

Many factors in addition to monetary policy affect financial conditions in Canada, including interest rates and the exchange rate. Among the most important of these are the borrowing requirements of all levels of government. The total amount of new money borrowed by governments through the issue of securities (other than to the Canada and Quebec Pension Plans) rose from a little below \$2 billion in 1973 to \$7 billion in 1974 and to over \$10 billion in 1975. Included in these amounts were net placements of provincial and municipal securities abroad, which rose from about \$½ billion in 1973 to \$1½ billion in 1974 and to \$3½ billion in 1975. In early 1976 there was an unusually heavy concentration of foreign borrowing by provinces and this was undoubtedly a factor in the sharp upward movement of the Canadian dollar that occurred in the exchange market.

An increase in borrowings by governments can be most readily accommodated without undue upward pressure on interest rates and without excessive monetary expansion during periods in which the growth of private spending and borrowing is slackening. Indeed, fiscal policy settings that involve increased borrowing requirements when private demands are cyclically weak can be an important element in helping to sustain economic activity.

Once private spending and credit demands begin to expand again as economic recovery proceeds, there is both less need and less room for government borrowing. If such borrowing nevertheless remains at a high level it may become increasingly difficult to accommodate credit demands in total, private as well as public, within a framework of reasonable monetary expansion without substantial upward pressure on interest rates. Depending on the level of external interest rates, there may be a substantial diversion of government and other borrowing to foreign markets resulting in upward pressure on the exchange rate as well, even with a very large balance of payments deficit on current account. Such a sequence of events could at some point

---

prejudice a healthy expansion of the Canadian economy. The Bank of Canada can reasonably be expected to see to it that inappropriately high interest rates or an inappropriately high exchange rate do not arise from an unduly low rate of monetary expansion. However, the Bank should not be expected to attempt to deal with these matters by allowing the money supply to expand at an excessive rate since that would only shift the problem back to the domestic inflation of prices and costs.

Problems of this kind will be much easier to avoid if governments manage to reduce the size of their borrowing requirements as the private sector of the economy recovers.

\* \* \* \*

Discussions about reforming the international monetary system which have been carried on under the auspices of the International Monetary Fund over the past few years culminated in agreement on a number of major issues at a meeting of the Interim Committee held in Jamaica in January of this year.

Agreement was reached on the basis for a new exchange rate system that makes provision within the IMF Articles for both fixed and floating exchange rates. This will allow, for the first time, the formal acceptance within the rules of the IMF of the practice followed by Canada since 1970 of allowing its exchange rate to float.

I believe that the agreement reached on the exchange rate system should be welcomed because it in effect recognizes that reasonable exchange rate stability depends much more on the ability of individual countries to maintain domestic economic stability than on the choice between fixed and floating rates. Exchange rate policies of both types should be and will be subject to surveillance by the International Monetary Fund.

There was agreement to abolish the official price of gold and to remove its special status in international transactions. What will happen to the role of gold in the international monetary

system over the longer run seems to me to depend largely on the degree of success achieved around the world in controlling inflation. If there is not confidence that reserve currencies and the SDR will retain their values reasonably well gold is likely to continue to be regarded by many countries as an asset worth holding.

The IMF will return one-sixth of its gold holdings to member countries and will sell a similar amount for the benefit of developing countries. Profits from gold sales are to be used, along with voluntary national contributions, to support the establishment of a Trust Fund which will provide balance of payments assistance on concessionary terms to countries with very low per capita incomes.

Agreement was also reached on enlarging the resources of the IMF; the total of members' quotas in the IMF is to be increased by one-third to SDR39 billion. Within this total, the relative share of the oil exporters as a group will be doubled while that of all other developing countries will not decline. While the share of the developed countries will be reduced the absolute amount of their quotas will rise. Canada's quota will be increased from SDR1,100 million to SDR1,357 million. Until the new quotas can come into effect access by member countries to IMF credit tranches will be increased by 45 per cent. The Special Oil Facility operated in the last two years will not be continued. The IMF has also decided to increase funds available under its Compensatory Financing Facility and to liberalize access to this facility by member countries. In these respects, and in establishing the Trust Fund, the IMF is shifting further from its original role of providing only temporary balance of payments support to that of extending longer term assistance to developing countries on concessionary terms.

Where necessary these various decisions will be incorporated into amendments to the Articles of Agreement of the IMF for submission to the participating countries for acceptance.



## Practical Aspects of Monetary Control

---

Some of the practical problems involved in implementing a policy of stable money supply growth in Canada are discussed in this section.

The first of these problems is the need to choose which of a wide variety of possible measures of "the money supply" to use as a guide.

One possibility is to focus primarily on a narrow definition of the money supply that includes only those forms of money used directly as a means of payment in settling transactions, such as currency and demand deposits. Alternatively, the definition can be broadened to include savings and time deposits in bank accounts or broadened still further to include, for example, similar types of deposit balances at certain "near-bank" institutions. In the United States the Federal Reserve Board tries to spell out its monetary growth targets not just in terms of currency and demand deposits, but also in terms of the associated growth rates for a number of more broadly defined monetary aggregates. In

Germany, on the other hand, the main focus of attention is on the monetary base, which is the total of currency and deposit balances at the central bank held by the public and the commercial banks.

The growth rates of all of these various monetary aggregates are related, and although they are all jointly influenced by the rate at which the central bank provides cash reserves to meet the requirements of the banking system, they can and often do follow paths that diverge considerably over time. The choice of a particular monetary aggregate to use as a guide is primarily a matter of selecting the one whose behaviour over time appears to be most systematically related to the trend of national expenditure and to short-term interest rate movements in a particular economy. It has nothing to do with alternative theories about the particular channels through which monetary impulses exert their influence on spending behaviour in the economy.



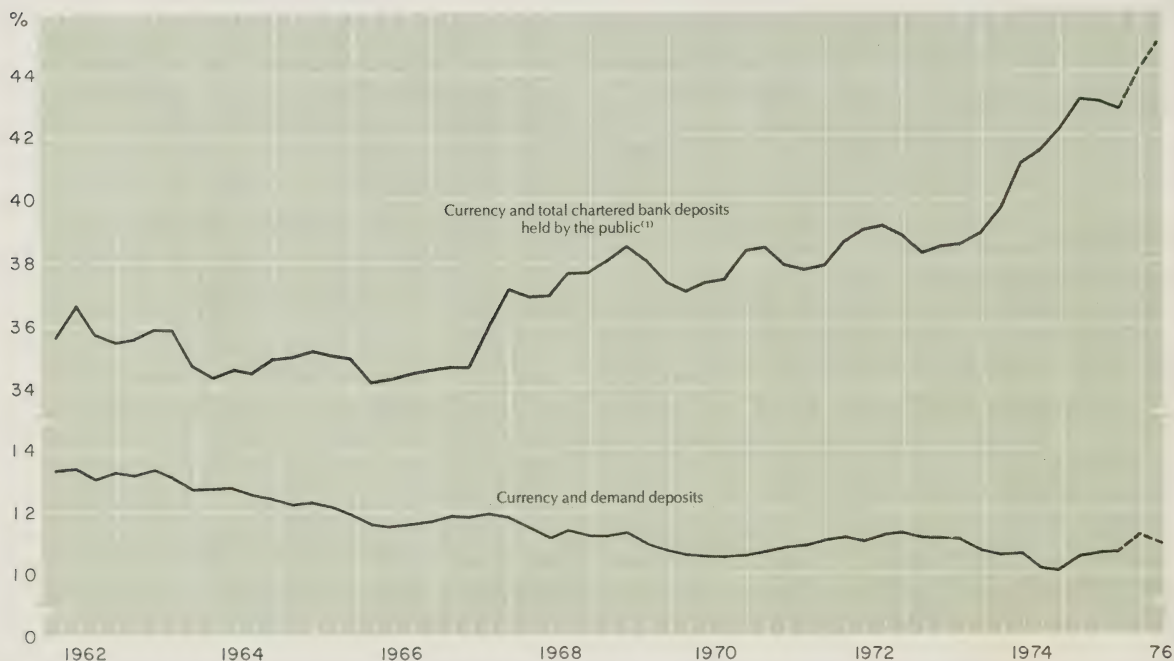
There is little to choose in this regard between narrowly-defined and more broadly-defined measures of the money supply in Canada for the period prior to the 1967 Bank Act Revision. In recent years, however, the chartered banks have had much more scope than in the past to vary the interest return offered on savings and fixed-term deposits; at the same time the public has been provided with a much wider choice of competing savings instruments, not only by the chartered banks but also by "near-bank" institutions and by government savings bonds and money market paper. As a result of these institutional changes it is now very difficult to find broad money supply measures whose

behaviour appears to be closely related to that of Gross National Expenditure (GNE) and those short-term interest rates most directly subject to central bank influence. On the other hand, the growth of currency and demand deposits – a narrowly-defined measure of the money supply – bears a reasonably systematic relationship over time to the growth rate of aggregate spending in the economy, as measured by the dollar value of GNE, as well as to short-term interest rates.

The following chart shows the movements over recent years of the ratio of this narrow money supply measure to GNE and a similar ratio for a much broader definition of money.

### Ratios of Selected Monetary Aggregates to GNE

Seasonally adjusted, quarterly average



<sup>(1)</sup> Excludes deposits of the Government of Canada; includes foreign currency deposits held by Canadian residents.

On average since the beginning of the 1970s the relationship in Canada between the growth of the public's holdings of currency and demand deposits (M1) and the growth of national expenditure appears to have been close to one-for-one in the sense that, other things being equal, the public has tended to increase its M1 holdings by close to one per cent for each one per cent increase in the money value of GNE. The ratio of M1 to GNE has averaged close to 11 per cent over this period and its trend seems to have been declining very gradually if at all.

It should be noted that currency plus demand deposits is not as comprehensive a measure of the public's transactions balances in Canada – where cheques may also be drawn on certain types of interest-bearing savings accounts – as it is in the United States where virtually all chequable deposits are demand deposits. This is

one of the main reasons why the trend rate of growth of M1 in Canada is substantially higher than that of M1 in the United States. The inclusion of these substantial but relatively slow-growing chequable savings account balances in the Canadian figures results in a series much more like M1 in the United States, and with a comparably lower rate of growth over recent years, as can be seen in the accompanying chart.

The existence of a rather stable average relationship between M1 and GNE in Canada over the longer run does not mean that their respective growth rates cannot diverge temporarily – and at times rather widely – over periods as long as a year or two. This is because M1 growth responds not just to the growth of GNE but also to changes in the level of short-term interest rates.

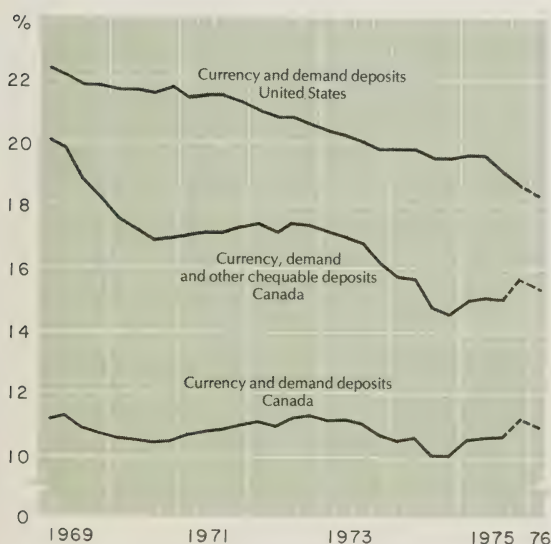
A rise in short-term interest rates makes it more costly for the public to hold non-interest-bearing balances rather than interest-bearing time deposits or similar financial instruments; as a result, a downward adjustment occurs in the average level of M1 that the public is willing to hold per dollar of GNE. A decline in short-term interest rates has the opposite effect. These effects could alternatively be described as changes in the velocity of money.

Thus during periods in which short-term interest rates have been rising, the growth rate of M1 has typically begun to slacken in relation to that of GNE and in time the ratio of M1 holdings to GNE has fallen. When short-term interest rates have been falling, the growth rate of M1 has in due course run ahead of that of GNE and the ratio of M1 holdings to GNE has risen again. This pattern of behaviour is readily apparent from the chart on page 18.

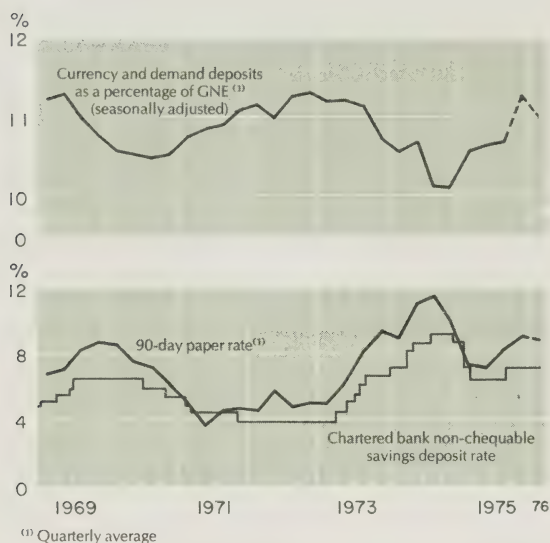
The existence of these systematic relationships gives the Bank of Canada the means of determining the trend growth rate of M1. Individual members of the public are, of course, free to decide for themselves how much of their financial assets to hold in the form of currency and demand deposits, but the Bank of Canada

### Ratios of Money Supply to GNE: Canada-United States

Seasonally adjusted, quarterly average



## Relationship of Currency and Demand Deposits to GNE and Selected Short-term Interest Rates



can exert a strong indirect influence on these decisions – and thus on the trend of  $M_1$  – by virtue of its ability, through its cash reserve management, to influence the level of short-term interest rates. If the rate of growth of  $M_1$  is too high the Bank can, by tightening the supply of cash reserves to the banking system, cause short-term interest rates to rise, which will restrain the growth of  $M_1$ . If, on the other hand,  $M_1$  growth is too low, the Bank can loosen its control of cash reserves, thereby causing short-term interest rates to fall and the growth of  $M_1$  to be stimulated.

It is evident from this framework of operations that the Bank of Canada cannot, in a given environment, pursue unrelated short-run targets for the money supply and for short-term interest rates. To take a view about one implies a view about the other. Because of that, the use of a

money supply target can be seen as throwing light on what the approximate level of short-term interest rates should be from one period to the next.

Conflicting considerations enter into the choice of a target figure or figures around which to try to stabilize the trend rate of increase of  $M_1$  over time. A growth rate of  $M_1$  of no more than five per cent a year would probably be sufficient to accommodate a continuation of real growth in the Canadian economy at close to its longer term trend rate under conditions of price stability, but it would certainly be much too low in present circumstances of substantial “built-in” inflation. On the other hand, a growth rate of  $M_1$  of 15 per cent a year or more would probably involve accommodating in full a continuation of the recent pace of inflation. The Bank of Canada’s choice last year of an interim target range for  $M_1$  of below 15 per cent a year but not below 10 per cent a year resulted from a balancing of these considerations. As indicated earlier in this Report, this range will have to be lowered over time if the rate of monetary expansion is to be consistent with a gradual reduction in the rate of inflation. The recent record of  $M_1$  growth in relation to its current target range and to its trend over earlier years is shown in the following chart.

Particularly over periods as short as a few weeks or even months, the underlying trend of  $M_1$  growth in response to its basic determinants is often obscured to a greater or lesser extent by the impact of a variety of temporary random influences. In some cases the cause of these temporary disturbances is reasonably clear, as was the case when the mail service was interrupted in the spring of 1974 and again in the closing months of 1975.

In the Bank’s view it would not be sensible to attempt to suppress month-to-month variations in  $M_1$  reflecting essentially short-run disturbances of this kind by taking action that would involve sharp temporary fluctuations in interest rate levels. The Bank takes a broader view, looking at the underlying trend of  $M_1$



## Growth of the Money Supply (M1) since 1971

Seasonally adjusted



growth – over a period of months rather than weeks – in relation to a target path it has in mind stretching some time into the future. One consequence of this approach is that substantial variations in the growth rate of M1 either above or below its target range may persist for a time before strong corrective action is taken. Provided such deviations are not allowed to become cumulative over a lengthy period, however, their impact on spending behaviour in the economy is unlikely to be of more than marginal significance.

It should be borne in mind that M1 will provide useful information for policy purposes only so long as the public's behaviour with respect to its holdings of transactions balances per dollar of income continues to follow a reasonably

predictable pattern. It is possible that the public's habits in this regard will change over time, perhaps in response to innovations in payments technology and in the characteristics of the various kinds of financial instruments offered by deposit-taking institutions and their close competitors. The Bank of Canada recognizes the need for careful monitoring of such developments and of their impact on the public's behaviour.





## Economic Developments

---

In the first few months of 1975 economic activity in Canada continued to display the weakness characteristic of most of 1974, but from the spring it began to show a gradual advance. As this Report is being written official estimates of the National Accounts for the fourth quarter are not available. However, the indications are that while real output in 1975 as a whole was virtually unchanged from the previous year, by the end of 1975 total production had risen to about the previous peak attained in early 1974.

Compared with the pace of recovery in the initial phases of expansion from previous economic slowdowns, the upturn in activity has been moderate to date. One major restraining element has been the slower pickup in exports than in earlier periods. Demand and output in the United States recovered vigorously in the latter part of 1975, but the improvement in the economies of most of our major trading partners overseas has been later or less rapid. Besides these external demand influences, the recovery of export volumes was restrained by domestic

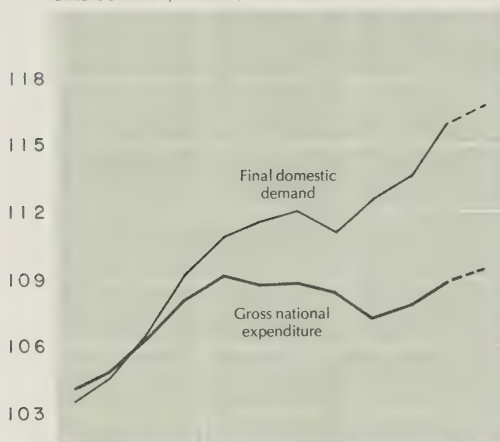
factors such as the phased reduction in the amount of oil sold abroad and supply limitations caused by work stoppages, particularly in the forest industries. Indeed, the record number of man-days lost through labour disputes in 1975 appears to have exerted a pervasive drag on the pace of recovery. In contrast to the sluggishness of exports, domestic demand for final goods and services provided major support to the economy throughout 1975. As the year progressed, the advance in real final domestic demand was increasingly translated into gains in output as the negative impact of the shift towards inventory liquidation, an effect which was particularly pronounced in the early part of the year, tapered off. With prospects for a continued firming of demand abroad in 1976, and evidence that by the end of 1975 Canadian businesses had worked off a major part of their excess stocks in relation to sales, both exports and inventory demand should become elements of support in contrast to their major restraining influence on economic activity through most of 1975.

## Major Economic Indicators

Seasonally adjusted

### Domestic and foreign demand

Billions of dollars, constant (1971) dollars



### Change in inventories

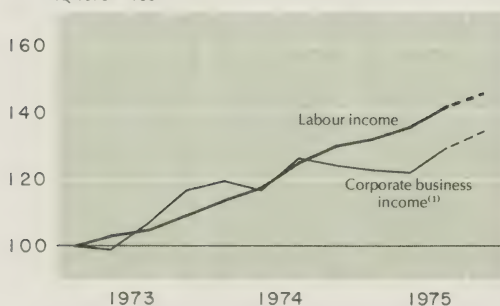


### Imports of goods and services



### Income aggregates

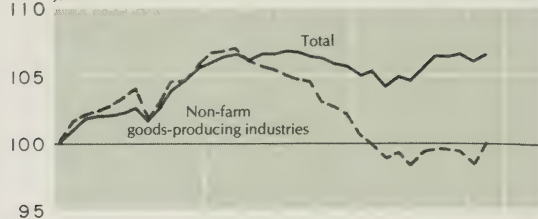
IQ 1973 = 100



(1) Corporate profits, corporate capital consumption allowances and the inventory valuation adjustment.

### Real domestic product

Jan. 1973 = 100



### Employment

Millions of persons

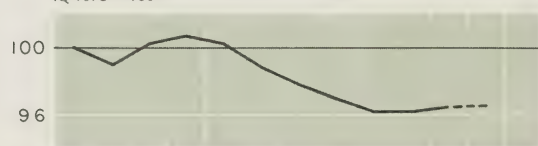


### Unemployment rate



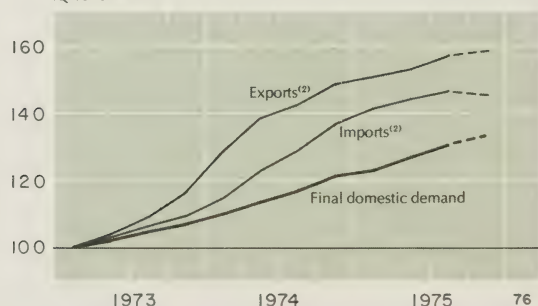
### Output per person employed

IQ 1973 = 100



### Price deflators

IQ 1973 = 100



(2) Goods and services

---

The price deflator for Gross National Expenditure, the broadest measure of the price of Canadian production, rose during 1975 at a somewhat less rapid pace than in the preceding year, but still apparently by some 10 per cent. This reduction in the over-all rate of inflation was essentially attributable to a much slower advance in external prices rather than to an improvement in the performance of domestic costs. The sharp slowing in the rise of import prices, from more than 25 per cent during 1974 to appreciably less than 10 per cent in 1975, was a key factor in reducing the rate of increase in consumer prices. However, in response to the upward pressure from domestic costs, the inflation over the year in the prices paid by Canadian consumers was still close to 10 per cent.

Reflecting the close economic links within North America, developments in the Canadian economy have in the past borne a close resemblance to the pattern in the United States. As noted earlier in this Report, however, over the past two years Canada's economic performance has shown some notable divergences, both in the pace of economic activity and in costs and prices. Many of these are illustrated in the charts on pages 24 and 25.

The amplitude of both the cyclical economic contraction and subsequent expansion has been considerably greater in the United States than in Canada. The drop in U.S. real GNP from its peak in late 1973 to the low point in the first quarter of 1975 was over 6½ per cent. Output in Canada began to turn down about three months later than in the United States and also reached its trough in early 1975, but the over-all decline was only about 1½ per cent. The major difference between the two economies was the extent to which final domestic demand was sustained in Canada. Here, the volume of domestic spending on final goods and services continued to advance, whereas in the United States it fell by over 4 per cent. As a consequence, output and employment were

much better maintained in Canada, although the difference in demand conditions between the two countries was also a major factor in the substantial deepening in the deficit in Canada's external balance on current account.

Already in 1974 domestic costs and prices in the United States were showing evidence of being less subject to upward pressure than in Canada, particularly in the area of wages. Average money wages in the United States rose during 1974 at about half the rate recorded here. However, in that year the differential impact on domestic prices was largely masked by the greater cyclical downturn in labour productivity in the United States and the extreme price effects in both countries of the international commodity boom and oil price shocks. In 1975 international inflation was greatly reduced and output per worker recovered more in the United States than in Canada. In this environment the continuing divergence in the performance of underlying domestic costs showed up increasingly as the year progressed in a divergence in domestic rates of price inflation.

### **Domestic and External Demand**

Reflecting the weakness in export demand and the initial sharp correction in inventories, Gross National Expenditure in current dollars rose at an annual rate of some 7 per cent in the first half of 1975, but for the remainder of the year the pace of advance was approximately twice as fast. During this latter period export demand showed some improvement, and while business inventories continued to decline the rate of liquidation remained fairly steady. Also, domestic spending on final goods and services expanded more rapidly – moving from an annual rate of increase of about 12 per cent during the first half of 1975 to above a 15 per cent pace in the second half.

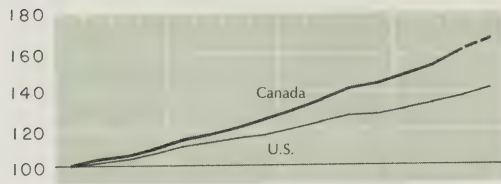
A corresponding, though more muted, second-half upswing also occurred in final domestic demand in real terms. In part, the faster advance reflected the strength of consumer spending,



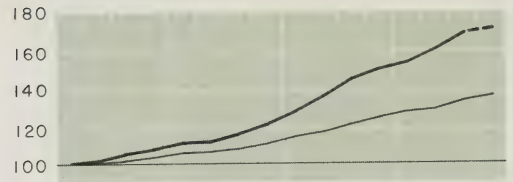
## Nominal Demand: Canada-United States

Seasonally adjusted, IQ 1972 = 100 unless otherwise indicated

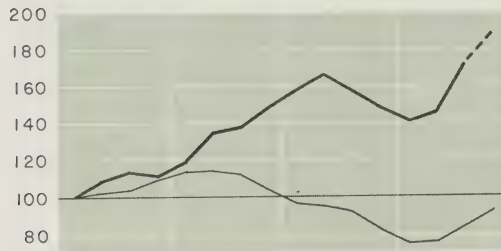
Personal consumption



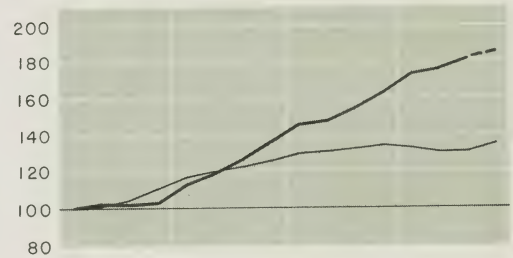
Government outlays on goods and services



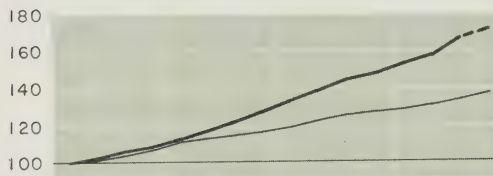
Residential construction



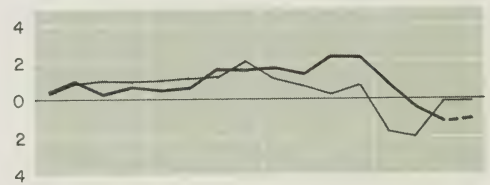
Business fixed investment



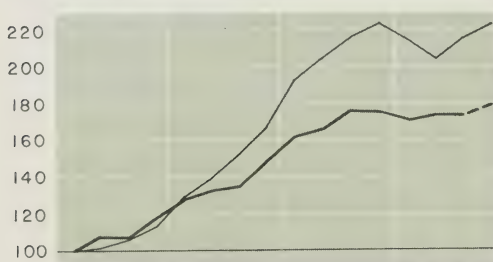
Final domestic demand



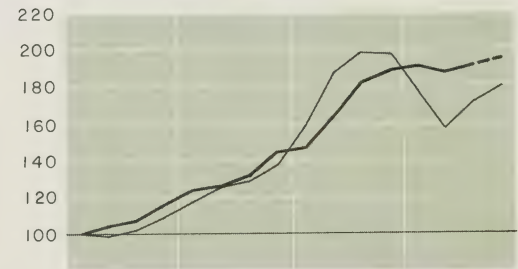
Change in inventories as a per cent of GNE



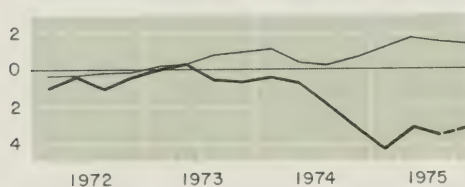
Exports of goods and services



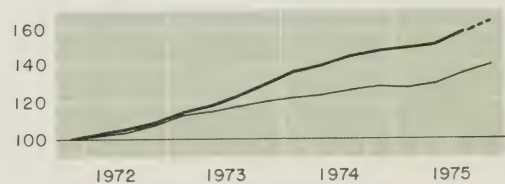
Imports of goods and services



Balance on goods and services as a per cent of GNE



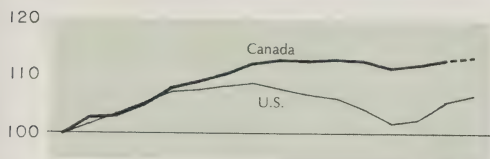
Gross national expenditure



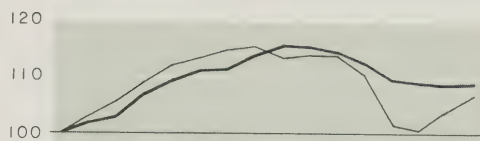
# Selected Economic Indicators: Canada-United States

Seasonally adjusted, IQ 1972 = 100 unless otherwise indicated

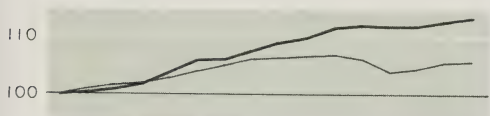
**GNE – constant dollars**



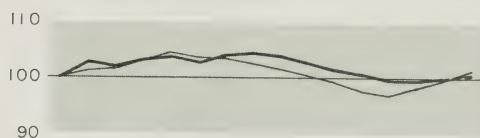
**Industrial production**



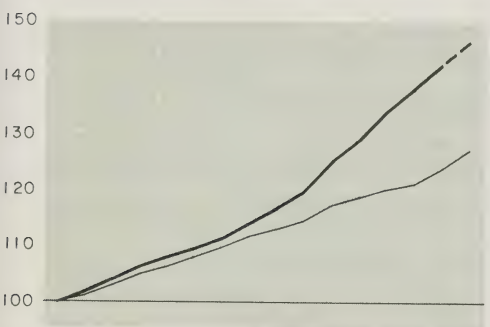
**Employment**



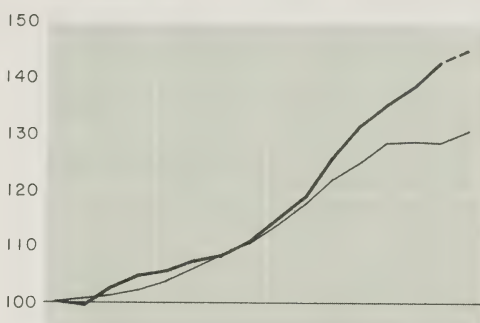
**Output per person employed**



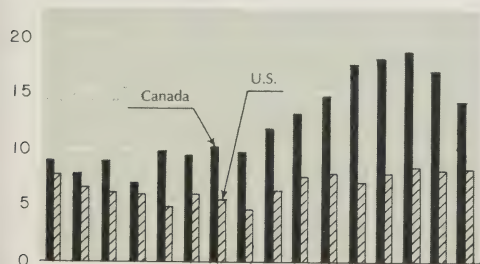
**Average weekly earnings**



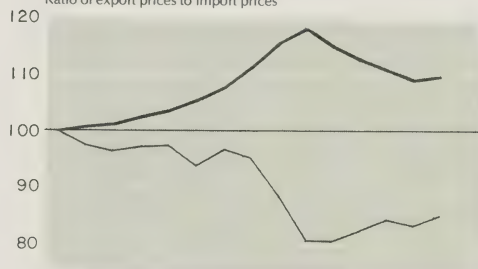
**Unit labour costs**



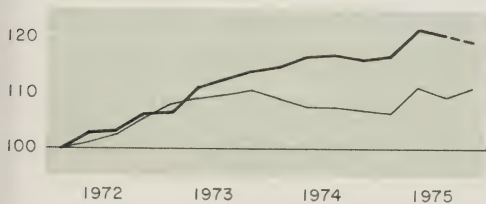
**Wage settlements over life of contract<sup>(1)</sup>**  
Average annual percentage increase



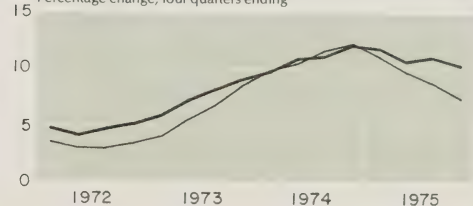
**Commodity terms of trade<sup>(1)</sup>**  
Ratio of export prices to import prices



**Real personal disposable income**



**Consumer price index**  
Percentage change, four quarters ending



<sup>(1)</sup> Not seasonally adjusted

in particular a surge in buying of durables, including both cars and household items. Automobile purchases by Canadians reached a new record of close to a million units for the year, despite initially weak demand for the 1975 models. In the last months of the year, car sales evidently received a temporary boost from heavy buying in Ontario in anticipation of the restoration of the 7 per cent sales tax that had been removed earlier in the year. With the sharp upturn in housing starts earlier in 1975, residential construction activity also advanced very strongly in the second half of the year after declining steeply through most of 1974 and into 1975. The number of housing starts was very similar in 1974 and 1975, 220,000 and 230,000 respectively, and quite close to official target projections. Indeed, in the latter months of 1975 starts were running at an annual rate of close to 300,000 units.

Reacting to the sluggishness of profits and generally low operating rates, business fixed investment outlays in 1975 registered only moderate growth in real terms, and unlike consumption and housing appeared to weaken as the year progressed. The total was sustained by the special strength apparent in the area of energy-related investment. Fixed capital formation in other sectors of business activity fell off markedly.

The fiscal outturn in 1975 was strongly expansionary at both the federal and provincial-municipal levels. Outlays on goods and services, that part of government spending entering directly into Gross National Expenditure, appear to have risen less rapidly than in 1974. However, with further strong growth in transfer payments to persons and some selective tax cuts both federally and provincially, the over-all thrust of fiscal developments was to expand incomes and domestic demand. In combination with the dampening effect on tax collections from the generally slow pace of economic activity, the over-all outcome was a swing into record deficits at all levels of

government and substantially increased borrowing requirements. On a national accounts basis, the position of the government sector went from a surplus of about \$2 billion in 1974 to a deficit of some \$4 billion in 1975.

In the face of the weakness of exports, and despite a slowing in the growth of imports in response to the sluggishness of total demand for much of the year, the deficit in the current account of the balance of payments was considerably larger in 1975 than in the previous year. The deficit in 1974 was just over \$1½ billion, but it widened sharply through the year to an annual rate of \$4 billion in the fourth quarter; through 1975 it ran at an annual rate of about \$5 billion. The increase from 1974 to 1975 was due to a \$2¼ billion swing from surplus to deficit in merchandise trade and to a \$1 billion increase in the deficit on service transactions. With demand better sustained in Canada than among our major trading partners, cyclically related influences were an important determinant of the weakening of our payments position. However, one additional major element was the adverse movement in our balance of trade in energy products. The shift from surplus to deficit in the balance on crude oil was only partly offset by the higher prices received for exports of natural gas. The increase in the deficit on services reflected a substantial widening in the deficit on travel account and continuing growth in debt service payments.

### **Production and Employment**

As of the end of 1975 total output, as measured by Real Domestic Product, had increased by about 2½ per cent from its low point in the spring. The recovery was, however, unevenly distributed across both regions and industries. For example, the adverse conditions affecting the forest and fishing industries had a marked restraining effect on activity in the Atlantic region and in British Columbia. In contrast, buoyant incomes from grain and mineral fuel production have sustained a high level of



economic activity in the Prairie Provinces. On an industry basis, a notable feature of the recovery period has been the sluggishness of goods production compared with the continued growth of the service-producing industries. At year-end non-farm goods production, which is much more cyclically sensitive than activity in the services sector, was still some 7 per cent below the rates reached in the spring of 1974. Weak demand, especially for exports, was clearly the dominant influence, although the effects of strikes were also strongly apparent – particularly in the latter part of the year. The dislocations resulting from the record number of man-days lost in 1975 were by no means confined to goods-producing industries, nor indeed to the private sector of the economy.

Notwithstanding the decline in total output over the year to the spring of 1975, aggregate employment showed surprising buoyancy through this period. A divergence between the trend of output and employment is not unusual in periods of cyclical weakness, but on this occasion the drop in output per worker was particularly pronounced. In the second half of the year, labour productivity recovered relatively little, as the cyclical upturn in output was accompanied by further gains in employment.

Growth in the labour force tended to slow after the spring of 1975 and the over-all unemployment rate, which had begun to move up in the final months of 1974, reaching slightly over 7 per cent by the spring of 1975, stayed virtually unchanged through the remainder of the year. Unemployment declined sharply on a seasonally adjusted basis in January 1976, but it is not clear to what extent this drop reflected underlying trends in labour markets.<sup>(1)</sup>

<sup>(1)</sup>Beginning in January 1976 labour force data are based on the revised and more comprehensive survey which was introduced in 1975 and which ran concurrently with the old survey for one year. The new survey will provide a considerable amount of additional valuable information on labour market developments. However, since back data from the new survey are only available for 1975 and adjustments to eliminate seasonal variation are not well established, short-run changes must necessarily be interpreted with considerable caution.

## Incomes, Costs and Prices

The slower rise in aggregate money incomes in 1975 was due mainly to a less rapid advance in labour income. It is evident that part of this slowing in labour income stemmed from the less rapid rise in employment. Nevertheless labour income continued to rise faster than total national income. Typical rates of pay continued to rise very rapidly in 1975. While most of the broader measures of average earnings did rise somewhat less rapidly as the year progressed, it is not clear whether this represented an easing in the underlying trend or other influences such as shifts in the composition of employment. Newly negotiated wage settlements, the most direct available indicator of wage rate changes, were even higher through most of 1975 than in the previous year. Settlements under major collective bargaining agreements (excluding construction) provided for average annual increases in base rates over the life of contracts of close to 17 per cent, compared with about 14 per cent in 1974 and under 10 per cent in 1973. Taking account of the potential impact of cost-of-living clauses, both the 1975 and 1974 numbers would be more than a percentage point higher still. A new element in 1975 was the very large increase in the size of newly negotiated wage settlements in the non-commercial sector. For several years previous, base rate settlements in this sector had averaged slightly below those in commercial industries, but in 1975 they were some 5 percentage points higher. The difference would be less, but still appreciable, if account were taken of the more widespread use of cost-of-living clauses in the commercial sector.

The effect of the compensation guidelines of the Anti-Inflation Program announced in mid-October could not be expected to be discernible in available measures of aggregate earnings, given the short space of time that has elapsed. The operation of the Program with regard to compensation should in principle be recorded most promptly in the statistics on newly negotiated wage settlements. In fact, settlements



---

in the fourth quarter of 1975 were lower than for any other quarter after mid-1974. However, it is not clear at this stage to what extent the introduction of compensation guidelines might have affected the size of negotiated settlements in the final months of 1975.

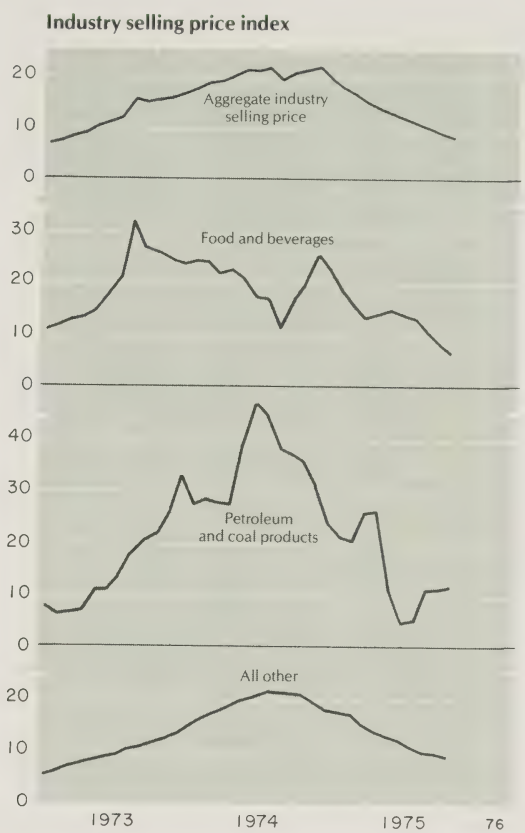
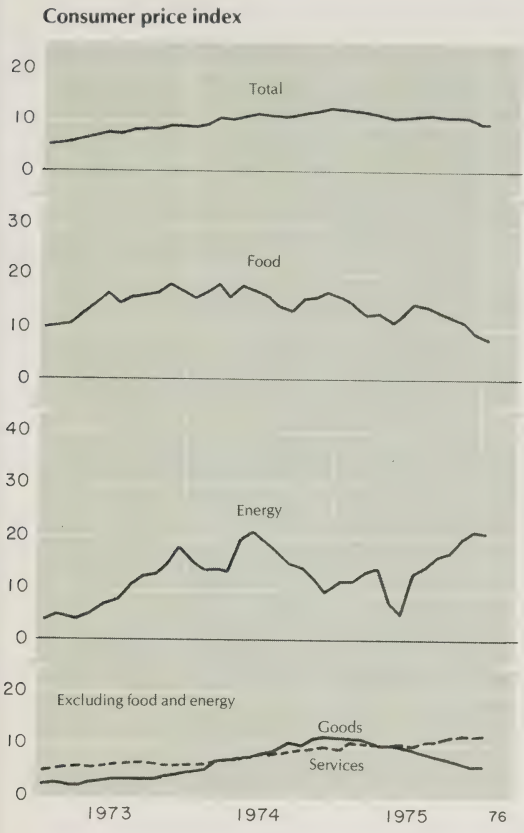
Nor is there any basis at the present time for commenting on the possible effect of the anti-inflation guidelines on the behaviour of other forms of income in the final months of 1975. After declining moderately through the recession, corporate income appears to have increased somewhat with the upturn in the economy in the second half of the year. The accrued net income of farm operators apparently stayed relatively flat in 1975. Total gross farm income continued to increase on account of the larger grain crop and higher prices for some commodities such as hogs and dairy products, but the rise in expenses kept abreast of gains in receipts.

Industry selling and wholesale prices, which had begun to rise less rapidly in 1974 reflecting the easing of basic commodity prices, continued to advance at a slower rate in 1975. However, the increase of about 9 per cent for the aggregate of industry selling prices was still high by historical standards. Although demand conditions were generally soft, the extent of the price slowdown was limited by energy and labour cost increases.

Over the 12 months to December 1975 the total Consumer Price Index rose  $9\frac{1}{2}$  per cent. This was the first annual change of less than 10 per cent since early 1974 and represented an appreciable deceleration from the  $12\frac{1}{2}$  per cent rise during 1974. A major element in the slowing was the considerably less rapid rise in food prices, although the deceleration in Canada was not so marked as in the United States. Energy prices increased faster than in 1974, under the impact of further upward adjustments of domestic oil and natural gas prices towards international levels, but the prices of goods other than food and energy items rose less rapidly. Both the

trend of import prices and the desire to reduce inventories probably contributed to this development. In contrast, the increase in the cost of services continued to accelerate during the year. By the end of 1975 the index of the price of consumer services was  $11\frac{1}{2}$  per cent higher than a year earlier.

**Rates of Increase in Domestic Prices**  
Percentage increase, 12 months ending





## Financial Developments

---

The broad strategy of monetary policy was discussed in the first section of this Report. In this section the movements of monetary aggregates and of interest rates are described in more detail, and there is a discussion of credit flows to major borrowers.

### Monetary Aggregates and Interest Rates

During the course of 1974 the demand for money and credit moderated as the growth of aggregate income slowed. By the late summer of that year interest rates in Canada, as in the United States, had begun to decline, and in the last half of the year monetary expansion, as measured by the rate of growth of currency and demand deposits (M1), decelerated sharply. The Bank of Canada responded to these changing conditions by managing the cash reserves of the banking system so as to facilitate the downward adjustment in interest rates and encourage a resumption of monetary expansion. In mid-November the Bank Rate was lowered by one half of one percentage point to  $8\frac{3}{4}$  per cent. The decline in short-term interest rates in Canada was interrupted briefly late in the year, but there

was a further sharp fall in rates over year-end and during the opening weeks of 1975, partly in response to developments in the United States and Europe. Rates on 90-day finance company paper, for example, declined from about  $10\frac{1}{2}$  per cent in December to about  $8\frac{1}{2}$  per cent in January. The Bank Rate was lowered by another one half of one percentage point to  $8\frac{1}{4}$  per cent in mid-January, and this was followed by further downward movements of administered rates by banks and by other financial institutions to the lowest levels since late in 1973. The banks' prime lending rates declined from  $11\frac{1}{2}$  per cent in late 1974 to 9 per cent by early March while the rates on non-chequable personal savings deposits were reduced from  $9\frac{1}{4}$  per cent to  $6\frac{1}{2}$  per cent; in the money market, the 90-day finance company paper rate declined sharply to  $6\frac{3}{4}$  per cent.

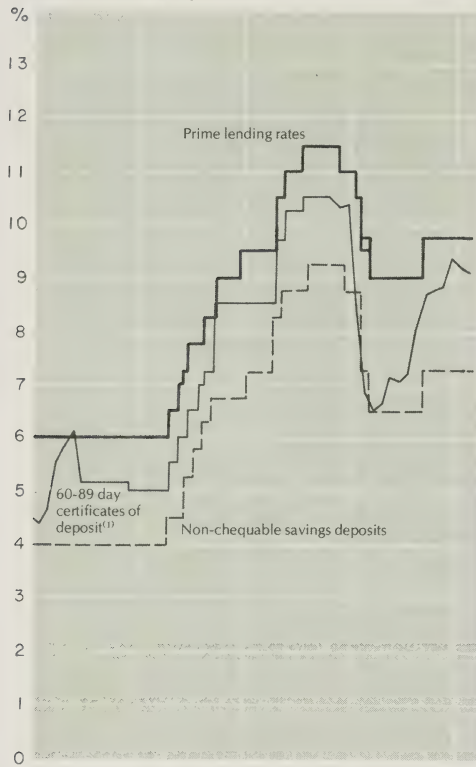
Despite continued weakness in the growth of aggregate income in the first quarter of 1975, this dramatic reduction in interest rates contributed to a resumption of very rapid growth in currency and demand deposits during this period. As shown in the chart on page 33, which plots



## Interest Rates

Monthly

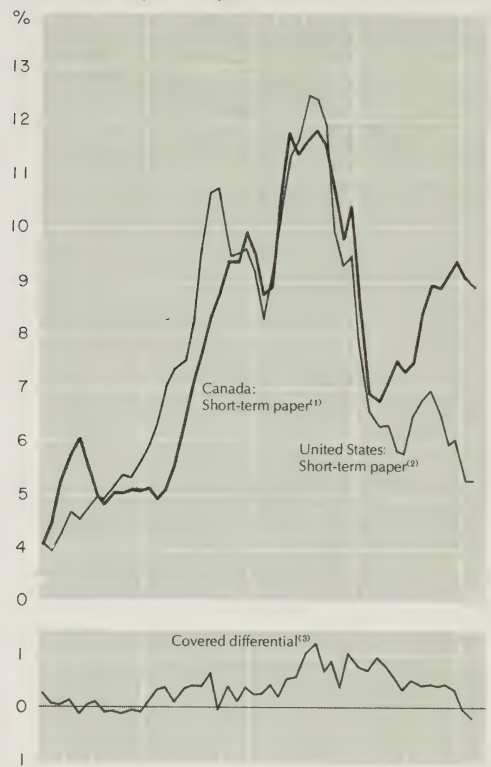
### Chartered bank typical rates



<sup>(1)</sup> Between June 1972 and October 1974, rates prevailing under the Winnipeg agreement.

### Short-term

#### Short-term (3 month) rates

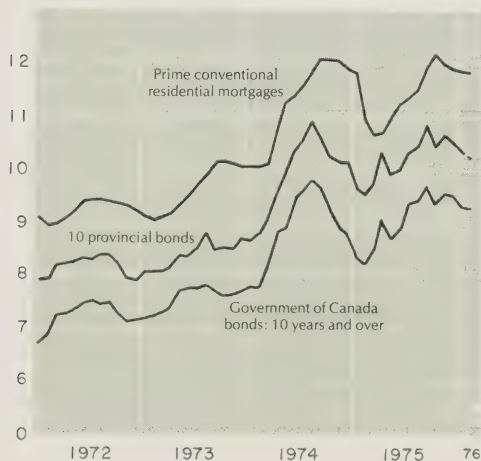


<sup>(1)</sup> Finance company paper.

<sup>(2)</sup> Dealer-placed commercial paper.

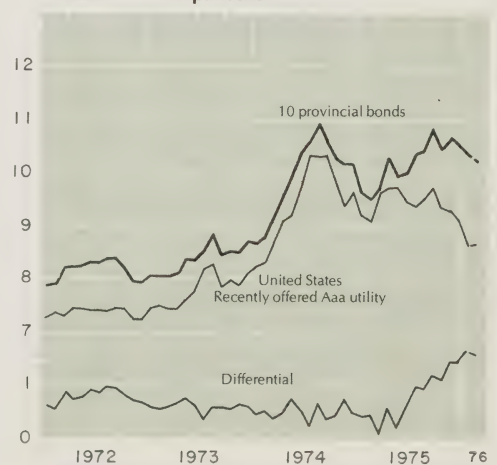
<sup>(3)</sup> The spread between Canadian and U.S. rates after allowance for the forward premium or discount on the U.S. dollar in Canada.

### Canada



### Long-term

#### Canada-U.S. comparisons



the level of money holdings (narrowly-defined) as well as the ratio of this aggregate to Gross National Expenditure in money terms, this burst of rapid monetary growth early in 1975 reversed much of the decline that had occurred in the trend of monetary expansion relative to the growth in income over the previous year or so.

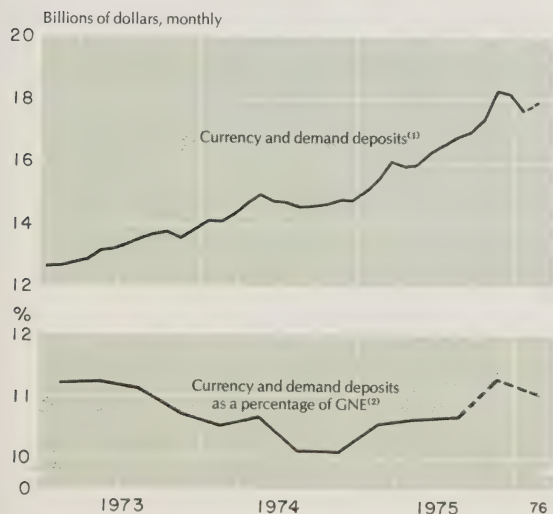
In the light of the evidence that the downward adjustment in interest rates had proceeded far enough the Bank of Canada's approach to the provision of cash reserves to the chartered banks had become more restrictive and beginning in March interest rates again began to move upward. Initially the upward movement was rather moderate, but it occurred in the face of a continued decline in U.S. short-term rates until about mid-year. By the summer a turnaround in U.S. money markets and the strengthening pace of economic activity in Canada had begun to

exert renewed upward pressure on short-term rates. This upward trend in interest rates was not resisted by the Bank of Canada because of its growing concern that the money supply was again expanding too rapidly. Indeed in the three months ending in August, M1 grew at a seasonally adjusted annual rate of 25 per cent. In early September the Bank Rate was raised from 8 $\frac{1}{4}$  per cent to 9 per cent, and the main borrowing and lending rates set by financial institutions were also adjusted upward by similar amounts. The banks' prime lending rates were increased to 9 $\frac{3}{4}$  per cent and the rates paid on non-chequable savings deposits at banks were moved up to 7 $\frac{1}{4}$  per cent while similar adjustments were made in personal term deposit rates at both banks and near-banks. Between June and September the 90-day finance company paper rate rose from 7 $\frac{1}{4}$  per cent to about 9 per cent.

In the fourth quarter the Bank's operations were directed towards maintaining the levels of short-term interest rates within the higher range established in the autumn. The combination of this policy stance and an apparent continuation of the strong growth in aggregate income resulted in short-term rates moving up somewhat by year-end despite the downward pressure exerted by a renewed decline in rates in the United States. At the end of December typical 90-day finance company paper rates were at the 9 $\frac{3}{8}$  per cent level while similar instruments in the United States were yielding about 5 $\frac{3}{4}$  per cent. The main influences affecting money supply in the fourth quarter were not so much these movements in income and interest rates but rather the interruption to mail service between late October and early December. This development severely distorted the normal pattern of payments and led to a temporary ballooning in the public's holdings of money balances. As a consequence, the narrowly-defined money supply in November was on average about \$850 million larger than in October on a seasonally adjusted basis.

### Currency and Chartered Bank Demand Deposits

Seasonally adjusted



<sup>(1)</sup> Average of Wednesdays

<sup>(2)</sup> Quarterly average

It took some time after the end of the mail strike for these influences to reverse themselves since many payments were further delayed by the Christmas season, but by early February it was evident that the effects of these distortions had been unwound. Measured over the whole period from the second quarter of 1975 through to February, the annual rate of increase of M1 was of the order of 15 per cent, somewhat above the range that was being pursued.

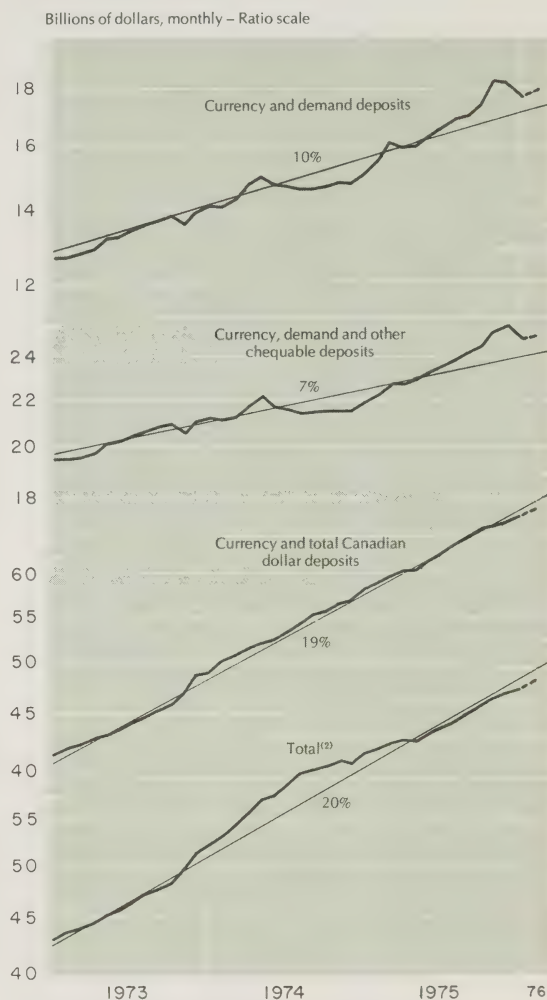
Long-term interest rates followed much the same pattern as short-term market rates during the first nine months of 1975, although the upward movement during the second and third quarters, as with the earlier downward movement, was somewhat less pronounced; yields on long-term bonds increased by about  $1\frac{1}{4}$  percentage points over this latter period compared with nearly  $2\frac{1}{4}$  percentage points on short-term money market instruments. In the mortgage market, the decline in rates during the opening months of the year was also very marked, reflecting the reduction in deposit costs at major institutions as well as seasonal influences. Thereafter, as mortgage financing activity began to pick up strongly, rates began to rise and continued on an upward trend until early in the fourth quarter, when rates on conventional residential mortgages reached a range of 12–12 $\frac{1}{4}$  per cent.

During the final months of the year long-term interest rates tended to edge downward, largely reflecting developments in U.S. financial markets. Mortgage rates followed the same general pattern. This movement in long-term rates continued into the opening weeks of 1976. Short-term rates also declined over year-end but during February both short-term and long-term rates levelled off and some money market rates moved up again. By the end of February the typical rate on conventional residential mortgages had declined to 11 $\frac{3}{4}$  per cent.

The following chart compares the recent movements in a number of different monetary

## Currency Outside Banks and Chartered Bank Deposits Held by the Public<sup>(1)</sup>

Seasonally adjusted



Trend lines are based on the average rate of growth from 2nd Q 1973 to 2nd Q 1975.

<sup>(1)</sup> Excludes deposits held by the Government of Canada.

<sup>(2)</sup> Includes foreign currency deposits held by Canadian residents.



---

aggregates, including currency and demand deposits. The trend rates of growth of the broader aggregates have been higher than for the narrow definitions; however, unlike the narrow aggregates, the rate of growth of the broad aggregates has not accelerated since the latter part of 1974. Indeed, the growth of these broad measures has if anything decelerated somewhat. The broad definitions of money supply tend to be strongly affected by changes in the extent and pattern of financial intermediation. During the two years prior to 1975 the portion of total credit which flowed through financial intermediaries was higher, and the banks' share of that business larger, than in 1975.

### **Credit Markets and Financial Institutions**

With demands for credit increasing throughout the year, the total amount of funds raised by major non-financial borrowers in credit markets over the year as a whole was somewhat larger than in 1974. As shown in the table on page 36, there were some important shifts both in the sectoral demands for funds and the ways in which these demands were met in 1975. Borrowing by the federal Government (which is discussed in detail in the following section of this Report) declined only slightly from the high level recorded in the previous year. Unlike 1974, however, when a very large part of the increase in total funds raised by other borrowers was accounted for by the private sector, in particular non-financial businesses, the increase in borrowing in 1975 was more than accounted for by the financing activity of the provincial and municipal governments and their enterprises.

Within the private sector the volume of mortgage borrowing, after slackening in the last half of 1974 and early 1975, rose sharply and reached a record high for the year as a whole. The sharp recovery in new housebuilding in the second half of the year was a major factor but there was a substantial pickup in the turnover of the stock of existing houses as well. Consumer credit outstanding grew at about the same pace

over 1975 as in 1974, with a large part of the increase also occurring during the second half of the year as a consequence of the upsurge in purchases of automobiles and other consumer durables. Borrowing by non-financial businesses in 1975, on the other hand, was well below the record amount of funds raised in 1974. This reduced demand for financing, despite some decline in corporate profits, reflected the very moderate growth in business investment in 1975, compared with the previous year. Moreover businesses relied much less heavily on bank loans and other short-term sources of financing in 1975 and turned to the long-term bond market for a much higher proportion of their requirements for funds in an effort to lengthen the term structure of their debt.

Financing activity of the provinces and municipalities and their enterprises increased very considerably during 1975. In contrast with private business, fixed investment outlays by provincial enterprises continued to rise strongly and the deficit at the provincial-municipal level widened very sharply. Virtually all of the increase in this sector's financing requirements was met through the issue of bonds.

The high levels of long-term financing by non-financial businesses and by provincial and municipal governments resulted in record levels of new Canadian bond issues being placed both in Canada and abroad; in total these borrowers raised nearly \$4½ billion through net new bond issues in this country and about \$4 billion in foreign markets. The total amount of borrowing through new bond issues was substantially greater in 1975 than in the two previous years combined and the proportion of these funds provided by non-residents increased.

The increased borrowing in foreign markets in 1975 was in part the result of a substantial widening of long-term interest rate differentials between Canada and the United States after the first quarter. This wider differential also attracted foreign investment in outstanding Canadian bonds. Further encouragement to corporate



## Funds Raised by Major Non-financial Borrowers

	Billions of dollars		
	1973	1974	1975
<b>Non-financial Businesses</b>			
Increases in loans			
chartered banks .....	3.8	4.3	3.2
other institutions .....	1.3	2.2	0.4
Net new issues			
bonds — issued in Canada .....	0.8	1.1	2.0
— issued abroad .....	0.0	0.1	0.4
stocks .....	0.4	0.4	0.7
short-term paper .....	0.0	1.6	0.3
Direct investment from abroad .....	0.7	0.6	0.5
Total .....	7.0	10.3	7.6
<b>Mortgage Borrowers<sup>(1)</sup></b>			
Trust and mortgage loan companies <sup>(2)</sup> .....	2.7	2.4	2.7
Chartered banks .....	1.2	1.5	1.7
Other private institutions .....	2.4	2.3	2.1
Total .....	6.3	6.1	6.5
<b>Consumers</b>			
Chartered banks .....	1.7	1.9	2.3
Other sources .....	1.1	0.9	0.8
Total .....	2.8	2.9	3.2
<b>Total Private Borrowing .....</b>	<b>16.1</b>	<b>19.3</b>	<b>-17.3</b>
<b>Provinces and Municipalities<sup>(3)</sup></b>			
Net new bond issues			
purchased with CPP funds .....	1.0	1.2	1.4
other issues in Canada .....	1.4	1.4	2.4
issued abroad .....	0.6	1.6	3.5
Net treasury bills and short-term paper issues .....	- 0.1	- 0.1	0.2
Chartered bank loans .....	0.4	0.3	0.4
Total .....	3.3	4.5	8.0
<b>Government of Canada</b>			
Net new issues			
treasury bills .....	0.6	0.9	0.6
Canadian dollar marketable bonds .....	- 0.2	0.8	0.7
Canada Savings Bonds .....	- 0.4	2.4	2.7
Total .....	- 0.1	4.2	4.0
<b>Total Borrowing .....</b>	<b>19.4</b>	<b>27.9</b>	<b>29.3</b>

<sup>(1)</sup> These are principally mortgages secured by residential property. The figures exclude net mortgage lending by governments and their agencies, notably CMHC, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.

<sup>(2)</sup> Includes mortgage loan companies associated with chartered banks.

<sup>(3)</sup> Includes government enterprises. Loans from the Government of Canada are excluded.

borrowers to seek foreign sources of funds was provided by the removal of the 15 per cent federal non-resident withholding tax on new issues of corporate bonds of five years and over.

The sharp rise in borrowing in long-term capital markets abroad in 1975 was large enough to finance most of the growth in the current account deficit, which rose from \$1.6 billion in 1974 to about \$5 billion in 1975. During the first eight months of the year, and especially in the second quarter, the Canadian dollar tended to weaken. In the remaining four months of the year the Canadian dollar strengthened, largely as a result of the very heavy volume of sales of Canadian bonds abroad. This trend continued into the first two months of 1976 as the pace of foreign borrowing increased, and the Canadian dollar rose above the level that had prevailed at the beginning of 1975.

Short-term capital transactions in 1975 gave rise to very large net capital inflows in the first quarter, and on balance some outflows during the remainder of the year. Although the differential between short-term rates in Canada and the United States widened dramatically after the first quarter, the incentive for short-term capital to flow into Canada was largely offset by the increased cost of forward U.S. dollars on hedged transactions.

Net inflows from non-residents amounted to more than \$4½ billion in 1975, about \$3 billion more than in the previous year. While U.S. investors continued to be the largest source of foreign funds entering Canada, a significant volume of funds from OPEC countries was also invested in Canada as these countries sought to diversify their investments across a broader range of maturities, currencies and debtors.

### Major Assets of Financial Institutions<sup>(1)</sup>

	Billions of dollars Dec. 1975	Annual rates of change			
		Years		Half-years <sup>(2)</sup>	
		Dec. 1973 to Dec. 1974	Dec. 1974 to Dec. 1975	Dec. 1974 to June 1975	June 1975 to Dec. 1975
Deposit-taking institutions					
Chartered banks <sup>(3)</sup> .....	67.5	19	13	12	15
Trust and mortgage loan companies and Quebec savings bank .....	22.1	16	17	17	18
Credit unions and caisses populaires .....	12.4	16	25	29	22
Sub-total .....	102.0	18	16	15	16
Contractual savings institutions					
Life insurance companies .....	21.5	7	9	11	7
Pension funds .....	20.0	12	12	14	10
Sub-total .....	41.5	10	11	12	9
Sales finance and consumer loan companies .....	9.7	16	8	6	11
Total .....	153.2	16	14	14	14

<sup>(1)</sup> Figures for December 1975 are estimated, except for banks.

<sup>(2)</sup> Seasonally adjusted except for trust and mortgage loan companies and sales finance companies.

<sup>(3)</sup> Canadian dollar major assets; average of Wednesdays.

---

The counterpart to the very large amount of direct bond market financing and the heavier reliance on foreign sources in 1975 was a relative decline in the importance of financial intermediation. In contrast to 1974, when private financial institutions in total had provided fully two thirds of all funds raised by major non-financial borrowers, these institutions supplied just over half of the funds raised in 1975. This decline in intermediation was almost entirely accounted for by reduced flows through the banking system. The rate of growth of the banks' Canadian dollar major assets slowed to 13 per cent in 1975 from about 19 per cent in the two previous years. The other deposit-taking institutions, however, grew somewhat more rapidly in 1975 than in the previous year, in line with the acceleration in the growth of mortgage loans and the continued fast growth in consumer loans which together account for the bulk of their assets.

The slowdown in the expansion of the banking system was shared by most asset categories. During the latter part of 1974 the banks had added very substantially to their holdings of Canadian liquid assets. In 1975 they responded to the more restrictive cash reserve settings by reducing these assets through the first nine months of this year; however, there was some rebuilding during the fourth quarter, and over the year as a whole liquid asset holdings were about unchanged. As a result, the "free" Canadian liquid asset ratio declined by nearly 1½ percentage points to about 8 per cent at the end of 1975. As mentioned earlier, businesses reduced their borrowing and relied much less heavily on bank loans in 1975 than in the previous year; chartered bank business loans increased by 13 per cent in 1975 compared with 20 per cent in 1974. Bank lending to consumers continued to expand at much the same rapid pace as in the previous year, with strength particularly evident in the second half of the year. On the other hand, growth in their mortgage loan portfolios slowed somewhat from

the high pace that has prevailed in recent years. Nevertheless, the banks' share of financing in both of these markets continued to increase appreciably.

# Chartered Bank Selected Assets

	Billions of dollars Dec. 1975	Annual rates of change				
		Years			Half-years <sup>(1)</sup>	
		Dec. 1972 to Dec. 1973	Dec. 1973 to Dec. 1974	Dec. 1974 to Dec. 1975	Dec. 1974 to June 1975	June 1975 to Dec. 1975
Canadian liquid assets . . . . .	12.7	3	14	—	— 2	2
(Canadian liquid assets, and other short-term Canadian assets <sup>(2)</sup> ) . . . . .	(13.8)	(1)	(19)	(1)	(—10)	(13)
Loans, mortgages and other investments . .	54.8	25	21	17	15	19
Canadian dollar loans . . . . .	43.4	27	19	16	13	19
General loans . . . . .	40.3	26	19	16	12	20
— unsecured personal <sup>(3)</sup> . . . . .	13.2	24	22	22	19	25
— business <sup>(3)</sup> . . . . .	23.2	27	20	13	11	15
Mortgages . . . . .	7.6	34	33	28	28	28
Provincial, municipal and corporate securities <sup>(4)</sup> . . . . .	2.9	4	7	17	43	— 3
Canadian dollar major assets . . . . .	67.5	19	19	13	12	15
Memo:						
Bank business loans and foreign currency loans to residents plus commercial paper and bankers' acceptances <sup>(5)</sup> . . . . .	30.0	26	33	14	14	14

<sup>(1)</sup> Seasonally adjusted.

<sup>(2)</sup> Canadian liquid assets plus short-term paper and chartered bank instruments; not seasonally adjusted.

<sup>(3)</sup> Month-end.

<sup>(4)</sup> Excludes short-term paper; not seasonally adjusted.

<sup>(5)</sup> Includes short-term paper issued by Canadian financial institutions affiliated with foreign banks.





## Bank of Canada Operations

---

This section of the Report provides a summary record of the operations of the Bank related to the implementation of monetary policy and to its operations as agent for the Government of Canada, both in the management of the public debt and in connection with the activities of the Exchange Fund Account.

### Monetary Policy Operations

As has already been indicated elsewhere in the Report the Bank of Canada managed the cash reserves of the banking system and conducted its open market operations during 1975 and early 1976 with a view towards achieving rates of monetary expansion that would accommodate economic expansion with some slowing in the rate of inflation.

A record by reserve period of the excess cash reserve positions of the chartered banks as a group, of advances to chartered banks and of purchase and resale agreements with money market jobbers appears in Appendix Table II.

Taken by themselves these figures provide only a partial insight into the policy followed by the Bank. For various reasons, the response of the banks to a particular level of excess cash reserves varies from one averaging period to another and thus there is no precise relationship during a period between the level of excess cash reserves and the changes in bank deposits and assets. Factors that influence the response by banks include expectations about the trend of interest rates, which may encourage banks to be more or less aggressive in acquiring or disposing of securities, the strength of the demand for loans and the unevenness of the distribution of reserves among banks. Moreover, in making its day-to-day decisions about the appropriate level of excess cash reserves the Bank reacts continuously to developments in the securities market and to what it sees happening to the growth of bank assets and bank deposits.

Open market operations, that is, the purchase and sale of securities in the market by the Bank

---

of Canada, are often used for purposes other than the management of cash reserves. Market operations may be conducted to bring a more direct influence to bear on interest rate developments in the market. On occasion purchases or sales of securities, or switches of some maturities for others, may be made in order to facilitate current or prospective Government of Canada debt management operations. Other techniques must be used to offset any undesired effects of open market operations on the level of cash reserves. Some of the more interesting periods in which open market operations were implemented other than solely for cash management purposes are described below along with references to cash reserve management.

On December 30, 1974 the Bank announced a reduction in the minimum secondary reserve ratio from 7 per cent to 6 per cent. In the period immediately following the announcement the Bank of Canada purchased in the open market \$232 million of treasury bills, absorbing about half of the secondary reserve assets freed by the reduction. As has already been noted in the previous section, the Bank Rate was cut from  $8\frac{3}{4}$  per cent to  $8\frac{1}{4}$  per cent effective January 13, 1975. The reduction followed a decline in short-term interest rates that had been occurring over the previous few weeks. In the second half of January short-term interest rates continued to drop sharply paralleling a similar movement in the United States and the Bank moved to tighten its provision of excess cash reserves to the banking system in order to moderate the rate of decline. Bankers' acceptances purchased by the Bank in December to assist cash management over the seasonal peak in note circulation were allowed to run off and were not replaced and a portion of the treasury bills that had been acquired following the secondary reserve reduction were fed back into the market, primarily by net reductions to the Bank's holdings at the regular weekly tenders.

In February the Bank of Canada continued to maintain a restrictive excess cash reserve policy

and the decline in interest rates came to an end. On February 28th, a further reduction in the minimum secondary reserve ratio to  $5\frac{1}{2}$  per cent was announced and the consequent increase in bank liquid assets was partially offset through open market purchases of some \$119 million of treasury bills by the Bank and through cash management policy. In mid-March, a deteriorating market environment developed at the time of a new offering of Government of Canada bonds and the Bank provided substantial support to the market by buying for cash \$84 million in short and medium-term bonds, including two of the issues contained in the new offering and not delivered until April 1st. Excess cash reserve settings were also eased at this time. In April the upward pressure on interest rates intensified and both cash reserve management and open market operations were designed to moderate the pace of this change in rates. In this period the Bank concentrated its open market operations in the treasury bill market with net purchases of \$130 million.

In May interest rates stabilized and even declined a bit. The Bank intensified a switch programme initiated in April of selling short and medium-term bonds against the purchase of nearby maturities. During the month \$51 million of these switches were completed. As well as providing some resistance to downward pressures on interest rates, the switches built up the Bank's portfolio of nearby maturities for debt management purposes and provided some term lengthening for the market. They also served to improve trading activity in the market for Government of Canada bonds.

In June renewed upward pressures on interest rates began to emerge and these pressures continued through the summer. In this period the Bank acted on occasion to moderate the pace of the upward movement in interest rates, but its over-all policy with respect to cash management and open market operations was designed to let interest rates move up in a reasonably orderly manner.

The Bank Rate was increased from  $8\frac{1}{4}$  per cent to 9 per cent effective September 3rd. The size of the increase was interpreted by the market as a clear signal of a further tightening of monetary policy and generated an immediate sharp upward movement in interest rates. In order to moderate this movement in rates the Bank eased its cash reserve posture for a short while and added substantially to its bill holdings at tender and in the open market.

In mid-September short-term interest rates began to turn down and early in October the Government of Canada bond market began to strengthen. In response to these developments the Bank of Canada embarked on a programme of bond switches involving some lengthening of term for the market. As the month progressed and the downward pressure on interest rates intensified the Bank became an outright seller of bonds for cash and this selling continued into the first week of November. Over this period the Bank sold \$162 million in short and medium-term bonds against a similar amount of very short-term bonds and sold outright for cash a further \$149 million in short and medium-term bonds; the Bank also reduced its holdings of treasury bills at the weekly tenders. This programme was complemented by a tighter management of chartered bank excess cash reserves, an offset of which was to generate strong inventory financing pressures on money market jobbers, particularly in the latter part of November and in December.

In December the Bank purchased both treasury bills and bankers' acceptances. These purchases were related almost entirely to partially offsetting the seasonal increase in note circulation that occurs towards year-end. In order to avoid encouraging any downward movement in short-term interest rates a lesser amount of bankers' acceptances was purchased than during the same period of the previous year. All of the bankers' acceptances acquired in December plus a small amount acquired in early January had matured by mid-February.

Early in 1976 substantial downward pressure on interest rates again appeared. To counter this pressure the Bank tightened its cash management policy sharply and sold \$177 million in short and medium-term bonds for cash to the market through January and early February. To provide additional resistance to the declining trend of interest rates the Bank at times reduced its holdings of treasury bills at the regular weekly tenders.

The monthly record of Bank of Canada transactions in Government of Canada securities and bankers' acceptances during 1975 is presented in Appendix Table III. In 1975 the Bank's par value holdings of Government of Canada bonds, treasury bills and bankers' acceptances increased by \$745 million. This increase includes net open market operations as well as changes associated with new issues of treasury bills and bonds and net transactions with Government accounts and other clients.

Open market operations accounted for \$452 million of the total increase in the Bank's holdings of securities. A net amount of about \$610 million in treasury bills was acquired by the Bank in the open market during 1975 and the Bank was a net seller of about \$60 million of Government of Canada bonds. These figures do not reveal the extent of bond switches consummated with the market during the year, which amounted to \$273 million. The largest portion of these switches, as noted earlier, involved the Bank of Canada buying very short-term bonds that were scheduled to mature in 1975 and early 1976 against other issues maturing generally in 1 to 5 years. The Bank's holdings of bankers' acceptances declined by about \$98 million in 1975.

The Bank of Canada increased its holding of foreign currency assets by \$513 million over the year as a result of temporary swap transactions with the Exchange Fund Account. The Bank uses such temporary swap transactions to assist in its management of cash reserves and to provide flexibility in the timing of its transactions in



---

Government of Canada securities. For example, on occasions where the Bank was a heavy net seller of bonds in the market the immediate effect of such sales on the level of chartered bank cash reserves was offset through increases in the amount of the temporary swaps with the Exchange Fund Account. On the other hand, the Bank's net acquisitions of bonds on the occasion of four of the five new marketable bond issues in 1975 and on the occasion of the new issue dated February 1, 1976 led to reductions in the amount of temporary swaps.

### Debt Management

In 1975 Government of Canada financing involved a net increase of \$4,005 million in the par value of its outstanding Canadian dollar securities and a reduction of \$1,537 million in its Canadian dollar cash balances.

A net total of \$570 million was raised through additions to the outstanding amount of treasury bills, of which \$495 million was obtained through additions to issues of 3-month and 6-month treasury bills and \$75 million was raised through additions to two of the four one-year treasury bill issues offered at quarterly auctions.

Over the year the outstanding amount of direct marketable bonds of the Government of Canada payable in Canadian dollars increased by \$768 million. (Details are given in Appendix Table IV.) The Government borrowed in the bond market on five occasions, four of them at the maturity of outstanding issues. On three of these occasions the Government raised funds in excess of the amount of maturing issues, while on December 15, 1975, \$325 million of bonds were sold against a maturing issue of \$334 million. On August 15, 1975, when there was no maturing bond issue, the Government raised \$400 million in new funds.

Of the amount of new marketable bond issues sold in 1975, 33 per cent was in the form of short-term maturities (due in three years or less), 45 per cent in medium-term maturities and the

remaining 22 per cent in long-term bonds. On July 1st, a \$100 million issue maturing in 1994 with a 9½ per cent coupon was offered. That issue was reopened on August 15th for an additional \$100 million. On October 1st, a \$150 million issue maturing in 1995 with a 10 per cent coupon was sold. The latter issue was also reopened on December 15th for an additional \$175 million. In addition bonds with extendible options were offered on three occasions. The average term to maturity of outstanding unmatured marketable direct and guaranteed bonds shortened by one month over the year to five years, three months.

The terms of the 1975/76 series of Canada Savings Bonds were announced on September 11th. This series offered investors a nine-year bond with interest of 8¾ per cent in its first year and 9½ per cent in each of the remaining eight years for an over-all yield to maturity of 9.38 per cent. The bonds proved very attractive to investors and the series was withdrawn from sale effective the close of business November 14th. Gross sales of the new issue less redemptions in the fourth quarter amounted to \$3,242 million and at the end of 1975 the outstanding amount of Canada Savings Bonds was \$2,667 million higher than a year earlier.

Holders of an issue of 7¼ per cent marketable bonds due December 15, 1975 had the option in the six month period from December 15, 1974 to June 14, 1975 to exchange their holdings into an equal par value of 8 per cent bonds maturing December 15, 1985. In total, \$116 million of the bonds were exchanged, leaving \$334 million of the original issue to mature in December 1975.

In March 1975 the Government cancelled \$1 million of 9½ per cent bonds due June 15, 1994 and \$7 million of 5½ per cent bonds due August 1, 1980 which it had previously acquired under the purchase fund provisions of these issues. In September the Government redeemed at maturity the remaining U.S.\$28 million of a 2¾ per cent bond issue originally issued on September 15, 1950.

## Foreign Exchange Operations

In 1975 the Canadian dollar traded in a slightly wider range than in 1974, falling from a high of U.S.\$1.0095 at the beginning of the year to a low of U.S.\$0.9615 in mid-August and rising again to U.S.\$0.9843 by year-end. It continued to strengthen in the first two months of 1976 and at the end of February was U.S.\$1.0140.

As agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance, the Bank of Canada operated in the foreign exchange market to smooth short-run fluctuations in the exchange rate of the Canadian dollar. These operations accounted for most of the U.S.\$500 million net decline in Canada's official reserves that occurred in 1975. Other factors that contributed to the decline in reserves were a U.S.\$27.8 million repayment of a Government of Canada

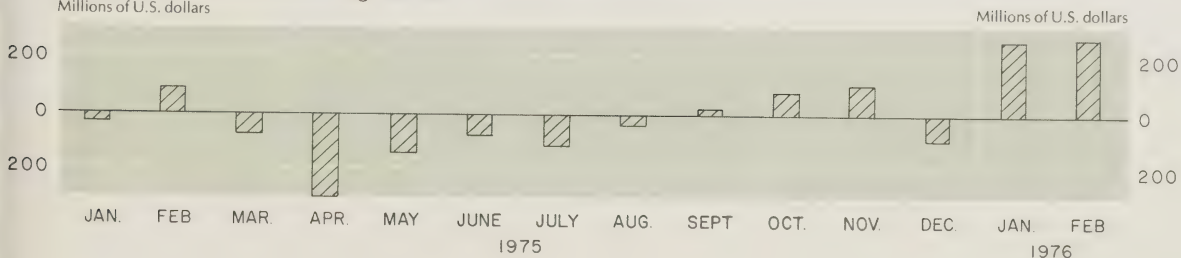
bond issue which matured in September and, owing to a decline in the value of the SDR in terms of the U.S. dollar, a reduction of U.S.\$99.5 million in the U.S. dollar value of Canada's holdings of gold and other SDR-denominated assets. In addition, Canada completed in 1975 an undertaking made in 1974 to make a maximum of Cdn.\$300 million available to the International Monetary Fund's oil facility. This had the effect of reducing Canada's official holdings of U.S. dollars by U.S.\$132.4 million and of increasing its holdings of SDR-denominated assets by a like amount. At the end of 1975 Canada's total official holdings of international reserves stood at U.S.\$5,325.6 million. There was an increase of U.S.\$552 million during the first two months of 1976.

## Exchange Rate and Official Reserves

Spot exchange rate (daily)  
U.S. \$ in Canada



Changes in official reserves during the month  
Millions of U.S. dollars





## **Appendix Tables**





# APPENDIX TABLE I

## Bank of Canada Assets and Liabilities

### Monthly changes, millions of dollars

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Investment in Industrial Development Bank <sup>(1)</sup>	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities		
						Chartered banks	Government of Canada	Other
1975								
January	+ 3	- 52	+26	-184	-491	+294	+ 5	-15
February	+ 4	-150	+11	+ 60	- 7	- 55	- 6	- 6
March	+164	+171	+ 7	-107	+166	+ 74	- 4	- 2
April	+250	-132	+26	+ 29	+127	+ 24	- 2	+24
May	- 63	+ 72	+ 4	+ 59	+120	- 44	+ 2	- 6
June	+ 5	+199	+ 7	+ 79	+259	+ 55	- 7	-18
July	+134	- 91	+25	- 70	+ 97	-101	+ 7	- 4
August	+319	-242	+ 9	- 39	- 17	+ 43	+ 2	+18
September	+122	-123	+ 7	+ 35	+ 74	- 13	- 4	-16
October	+ 10	+ 74	-58	+ 90	- 72	+ 12	+177	- 1
November	+ 26	+146	-	- 90	+134	+ 8	- 45	-15
December	<u>-144</u>	<u>+642</u>	<u>-</u>	<u>+ 82</u>	<u>+604</u>	<u>+ 90</u>	<u>-116</u>	<u>+ 1</u>
Total	<u>+830</u>	<u>+514</u>	<u>+64</u>	<u>- 56</u>	<u>+994</u>	<u>+387</u>	<u>+ 9</u>	<u>-40</u>
1976								
January	-289	-135	-40	+141	-661	+327	- 6	+17

<sup>(1)</sup> Includes changes in Bank of Canada holdings of IDB capital stock and debentures. On October 2, 1975 the Federal Business Development Bank began operations and Bank of Canada holdings of the capital stock of the IDB in the amount of \$79 million were purchased by the Government of Canada.

## APPENDIX TABLE II

### Chartered Bank Cash Reserves

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Total minimum cash requirements	Average holdings of Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of juridical days in period
1975						
January	1-15				2,638	10
	16-31	3,550	947	2,603	2,624	12
February	1-15	3,611	1,070	2,541	2,567	10
	16-28				2,574	10
March	1-15	3,542	924	2,618	2,649	10
	16-31				2,661	10
April	1-15	3,529	905	2,624	2,659	11
	16-30				2,663	11
May	1-15	3,523	924	2,599	2,627	11
	16-31				2,630	10
June	1-15	3,600	953	2,647	2,683	10
	16-30				2,680	11
July	1-15	3,580	993	2,587	2,618	10
	16-31				2,628	12
August	1-15	3,662	1,023	2,639	2,679	11
	16-31				2,671	10
September	1-15	3,620	1,031	2,589	2,641	10
	16-30				2,628	11
October	1-15	3,628	1,004	2,624	2,661	10
	16-31				2,664	12
November	1-15	3,635	1,024	2,611	2,652	9
	16-30				2,654	10
December	1-15	3,752	1,019	2,733	2,764	11
	16-31				2,769	10
1976						
January*	1-15	4,062	1,030	3,032	3,057	10
	16-31				3,049	11
February*	1-15	4,019	1,217	2,802	2,823	10

\* Preliminary.

(1) Advances to banks and Purchase and Resale Agreements with money market dealers summed and divided by number of juridical days.

Excess cash reserves		Advances to chartered banks and PRA outstanding			
Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Number of days outstanding		Average outstanding <sup>(1)</sup>	
		Advances		Advances	
			PRA		PRA
359	.063	1	3	0.4	6.4
260	.038	-	2	-	0.4
258	.045	-	1	-	6.5
323	.056	1	4	0.5	22.0
317	.055	1	1	0.5	0.9
430	.074	-	-	-	-
387	.060	2	1	1.7	0.4
426	.066	3	3	2.0	5.3
309	.047	3	3	2.0	4.3
306	.052	2	3	0.3	8.8
363	.061	-	1	-	1.1
368	.056	1	2	2.7	6.4
308	.051	2	2	0.1	6.9
486	.067	3	2	10.9	4.1
429	.064	2	-	0.1	-
317	.052	-	4	-	11.9
528	.086	-	2	-	1.6
428	.063	1	4	0.4	5.4
378	.060	1	3	0.7	2.2
490	.065	-	8	-	22.5
368	.064	3	4	2.0	13.6
426	.067	2	8	12.0	51.6
350	.050	-	7	-	34.9
367	.057	-	8	-	65.4
248	.038	1	6	4.0	28.4
194	.027	1	6	3.0	48.1
205	.031	1	6	0.3	52.3



# APPENDIX TABLE III

## Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities

Delivered basis, par value in millions of dollars

	Net purchases from (+) or net sales to (-) investment dealers and banks					Bankers' acceptances <sup>(2)</sup>	Sub-total of bills and bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA
	Treasury bills	Bonds <sup>(1)</sup> 3 years and under	3-5 years	5-10 years	Over 10 years			
1975								
January	+131.5	-	-	-	-	-140.3	- 8.8	-
February	+ 25.0	+20.0	-	-	-	-	+ 45.0	-
March	+130.2	+14.5	-	-	-	-	+144.7	-
April	+113.0	+32.0	- 5.5	+42.6	-	-	+182.1	+ 7.2
May	+ 5.0	+15.5	-13.5	-	-	-	+ 7.0	- 7.2
June	+ 25.2	-	-	-	-	-	+ 25.2	-
July	+ 7.4	- 9.7	-	-	-	-	- 2.3	-
August	+ 29.5	- 4.0	-	-	-	-	+ 25.5	-
September	+ 58.5	+14.4	- 3.9	-	-	-	+ 69.0	+ 2.1
October	+ 2.0	-18.0	-26.5	- 8.2	-	-	- 50.7	+ 31.3
November	+ 32.9	-90.2	-10.9	-	-	-	- 68.2	+119.1
December	+ 50.0	- 9.0	-	-	-	+ 42.8	+ 83.8	-138.1
Total	<u>+610.2</u>	<u>-34.5</u>	<u>-60.3</u>	<u>+34.4</u>	<u>-</u>	<u>- 97.5</u>	<u>+452.3</u>	<u>+ 14.4</u>
1976								
January	-	-65.3	-27.5	-	-	- 33.3	-126.1	- 14.4

<sup>(1)</sup> Classified by years to maturity at time of transactions.

<sup>(2)</sup> Includes maturing bankers' acceptances.

## ers' Acceptances

### Net transactions with Government and other client accounts

Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (-) Government and client accounts		Net change in holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances			
Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bankers' acceptances	Total
- 21.8	-	- 88.3	- 18.2	+ 21.4	- 18.2	-140.3	-137.1
- 15.6	-	- 23.1	- 1.3	- 13.7	+ 18.7	-	+ 5.0
+ 43.2	-	- 20.0	- 3.9	+153.5	+ 10.6	-	+164.1
+ 54.7	+101.1	- 79.3	- 14.5	+ 92.8	+158.5	-	+251.3
+ 23.5	-	- 80.5	- 2.6	- 56.4	- 3.4	-	- 59.8
+ 38.3	-	- 47.4	- 13.6	+ 16.1	- 13.6	-	+ 2.5
+ 98.2	+ 99.9	- 37.9	- 27.4	+ 67.7	+ 62.8	-	+130.5
+129.1	+250.6	- 64.0	- 9.8	+ 94.6	+236.8	-	+331.4
+118.5	- 0.6	- 62.5	- 2.6	+115.3	+ 7.8	+ 0.8	+123.9
- 52.9	+145.8	- 33.2	- 22.8	- 67.2	+ 78.4	+ 6.2	+ 17.4
+ 78.2	-	- 74.3	- 10.0	+ 49.0	- 19.6	+ 15.4	+ 44.8
+ 42.0	- 68.8	- 41.8	- 6.5	+ 25.3	-176.5	+ 21.8	-129.4
<u>+535.4</u>	<u>+528.0</u>	<u>-652.3</u>	<u>-133.2</u>	<u>+498.4</u>	<u>+342.3</u>	<u>- 96.1</u>	<u>+744.6</u>
- 11.1	-	-177.4	-	-193.5	-100.8	- 34.7	-329.0

## APPENDIX TABLE IV

### Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities\*: New Issues and Retirements

Date in 1975		Issues offered	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
					Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct						
Feb.	7	Treasury bills	364 days	6.32	150	150
Mar.	1					8 <sup>(1)</sup>
Apr.	1	6¼% Feb. 1, 1978	2 yrs. 10 mos.	6.40	275	
		6¼% Apr. 1, 1980 <sup>(2)</sup>	5 yrs.	6.61	250	
					525	425
May	9	Treasury bills	364 days	7.45	200	175
July	1	7% Dec. 1, 1976 <sup>(3)</sup>	1 yr. 5 mos.	7.30	50	
		7½% July 1, 1978 <sup>(4)</sup>	3 yrs.	7.50	50	
		7½% Oct. 1, 1979 <sup>(5)</sup>	4 yrs. 3 mos.	7.50	400	
		9½% June 15, 1994 <sup>(6)(7)</sup>	18 yrs. 11½ mos.	9.27	100	
					600	435
Aug.	8	Treasury bills	364 days	8.20	200	150
Aug.	15	7½% Feb. 1, 1978	2 yrs. 5½ mos.	7.95	75	
		7½% Oct. 1, 1979 <sup>(8)(9)</sup>	4 yrs. 1½ mos.	8.08	225	
		9½% June 15, 1994 <sup>(10)(11)</sup>	18 yrs. 10 mos.	9.79	100	
					400	
Oct.	1	9% Feb. 1, 1978 <sup>(12)</sup>	2 yrs. 4 mos.	9.18	200	
		9% Oct. 1, 1980 <sup>(13)</sup>	5 yrs.	9.25	200	
		10% Oct. 1, 1995 <sup>(14)</sup>	20 yrs.	10.24	150	
					550	430
Nov.	21	Treasury bills	364 days	8.87	150	150
Dec.	15	8½% Dec. 15, 1978	3 yrs.	8.65	150	
		10% Oct. 1, 1995 <sup>(15)(16)</sup>	19 yrs. 9½ mos.	10.08	175	
					325	334
		Total bonds			2,400	1,632
		Total treasury bills*			700	625

#### Issues payable in Canadian dollars - guaranteed

Dec. 30 7<sup>(17)</sup>

#### Issues payable in foreign currencies - direct and guaranteed

Apr. 15 1<sup>(18)</sup>  
 June 15 6<sup>(19)</sup>  
 Sept. 15 29<sup>(20)</sup>

\* Excludes three-month and six-month treasury bills.

- (1) Cancellation of \$1.1 million 9½% June 15, 1994 bonds and \$7.1 million 5½% August 1, 1980 bonds held by the Purchase Fund.
- (2) In addition to \$200 million 6¼% April 1, 1980 already outstanding.
- (3) In addition to \$350 million 7% December 1, 1976 already outstanding.
- (4) In addition to \$525 million 7½% July 1, 1978 already outstanding.
- (5) Exchangeable at option of holder from January 1, 1979 to June 29, 1979 into an equal par value of 5 year 8¾% bonds dated October 1, 1979 and due October 1, 1984 giving a combined average yield of 8.05% for the full 9 year 3 month period commencing July 1, 1975.
- (6) In addition to \$148.9 million 9½% June 15, 1994 already outstanding.
- (7) These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created June 15, 1974.
- (8) Exchangeable at option of holder from January 1, 1979 to June 29, 1979 into an equal par value of 5 year 8¾% bonds dated October 1, 1979 and due October 1, 1984 giving a combined average yield of 8.38% for the full 9 year 1½ month period commencing August 15, 1975.
- (9) In addition to \$400 million 7½% October 1, 1979 already outstanding.
- (10) In addition to \$248.9 million 9½% June 15, 1994 already outstanding.
- (11) These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created June 15, 1974.
- (12) Exchangeable at option of holder on or before October 31, 1977 into an equal par value of 9% bonds due February 1, 1980 yielding 9.11% for the 4 year 4 month period commencing October 1, 1975.
- (13) Exchangeable at option of holder from January 1, 1980 to June 30, 1980 into an equal par value of 5 year bonds dated October 1, 1980 and due October 1, 1985 giving a combined average yield of 9.35% for the full 10 year period commencing October 1, 1975.
- (14) The Government of Canada will operate a purchase fund for this issue.
- (15) In addition to \$150 million 10% October 1, 1995 already outstanding.
- (16) These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created October 1, 1975.
- (17) Cancellation by purchase funds of the following Canadian National Railway bonds: \$1.8 million of 5% May 15, 1977; \$2.0 million of 5¾% January 1, 1985; \$3.5 million of 5% October 1, 1987.
- (18) Partial redemption at par of U.S. pay 5% October 15, 1987 for Sinking Fund.
- (19) Maturity of Canadian National Railway Company 2¾% U.S. bonds issued June 15, 1950.
- (20) Maturity of 2¾% U.S. bonds issued September 15, 1950.





# BANK OF CANADA Statement of Income and Expense

Year Ended December 31, 1975  
(with comparative figures for 1974)

	1975 (thousands of dollars)	1974
<b>INCOME</b>		
Revenue from investments and other income .....	<u>\$629,411</u>	<u>\$518,293</u>
<b>EXPENSE</b>		
Salaries <sup>(1)</sup> .....	\$ 15,974	\$ 13,800
Contributions to pension and insurance funds .....	3,902	3,962
Other staff expenses <sup>(2)</sup> .....	1,305	1,200
Directors' fees .....	31	32
Auditors' fees and expenses .....	143	142
Taxes - municipal and business .....	2,339	1,958
Bank note costs .....	12,126	8,448
Data processing and computer costs .....	1,459	1,171
Maintenance of premises and equipment - net .....	1,877	1,533
Printing of publications .....	429	410
Other printing and stationery .....	536	514
Postage and express .....	320	341
Telecommunications .....	498	417
Travel and staff transfers .....	645	529
Interest .....	2,508	765
Other expenses .....	<u>561</u>	<u>460</u>
	\$ 44,653	\$ 35,682
Depreciation on buildings and equipment .....	1,301	1,304
NET INCOME PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA .....	<u>583,457</u>	<u>481,307</u>
	<u>\$629,411</u>	<u>\$518,293</u>

(1) The number of staff averaged 1,403 in 1975 and 1,354 in 1974; the approximate number of employee years worked was 1,408 in 1975 and 1,385 in 1974.

(2) Includes cafeteria expenses, retirement allowances, overtime pay, educational training costs and medical services.

## BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1975  
(with comparative figures for 1974)

ASSETS	1975 (thousands of dollars)	1974
<b>Deposits payable in foreign currencies:</b>		
Pounds sterling and U.S.A. dollars .....	\$ 13,715	\$ 7,699
Other currencies .....	497	347
	<u>14,212</u>	<u>8,046</u>
<b>Cheques drawn on other banks .....</b>	<u>151,314</u>	<u>182,544</u>
<b>Advances to chartered and savings banks .....</b>	<u>—</u>	<u>8,000</u>
<b>Accrued interest on investments .....</b>	<u>147,627</u>	<u>127,174</u>
<b>Bills bought in open market, not including treasury bills, at amortized values .....</b>	<u>44,066</u>	<u>139,741</u>
<b>Investments — at amortized values:</b>		
Treasury bills of Canada .....	2,081,381	1,590,311
Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years .....	2,804,058	2,528,675
Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years .....	2,923,088	2,859,628
Debentures issued by Industrial Development Bank .....	1,029,528	891,960
Securities issued by the United Kingdom and the United States of America .....	1,079,045	570,039
Other securities .....	2,633	2,633
	<u>9,919,733</u>	<u>8,443,246</u>
<b>Industrial Development Bank:</b>		
Total issued share capital, at cost (Note) .....	<u>—</u>	<u>73,000</u>
<b>Bank premises:</b>		
Land, buildings and equipment at cost less accumulated depreciation .....	<u>55,002</u>	<u>44,727</u>
<b>Net balance of Government of Canada collections and payments in process of settlement .....</b>	<u>161,295</u>	<u>155,132</u>
<b>Other assets .....</b>	<u>2,623</u>	<u>2,507</u>
	<u>\$10,495,872</u>	<u>\$ 9,184,117</u>

**LIABILITIES**

	<b>1975</b>	<b>1974</b>
	<b>(thousands of dollars)</b>	
Capital paid up .....	\$ 5,000	\$ 5,000
Rest fund .....	25,000	25,000
Notes in circulation .....	7,283,052	6,290,476
<b>Deposits:</b>		
Government of Canada .....	26,639	16,695
Chartered banks .....	2,748,456	2,361,274
Other .....	63,342	101,319
	2,838,437	2,479,288
<b>Liabilities payable in foreign currencies:</b>		
Government of Canada .....	7,415	1,681
Other .....	284	197
	7,699	1,878
Bank of Canada cheques outstanding .....	269,147	373,369
Other liabilities .....	67,537	9,106
	<u>\$10,495,872</u>	<u>\$ 9,184,117</u>

NOTE: The audited financial statements of the Industrial Development Bank as at October 1, 1975 showed an equity of \$116,740,116 at which date the Bank of Canada's investment in the share capital was \$79,000,000. After the coming into force of the Federal Business Development Bank Act on October 2, 1975, the Minister of Finance, as provided in the Act, authorized payment out of the Consolidated Revenue Fund to the Bank of Canada of an amount equal to the par value of the outstanding shares of the Industrial Development Bank held by the Bank of Canada.

Governor, **G. K. BOUEY**

Chief Accountant, **A. ROUSSEAU**

**Auditors' Report** We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1975 and the statement of income and expense for the year then ended. Our examination included a general review of the accounting procedures and such tests of accounting records and other supporting evidence as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1975 and the results of its operations for the year then ended.

**PAUL-ANDRÉ MICHAUD, C.A.**  
de la firme Samson, Bélair, Côté, Lacroix et associés

**G. I. CRAIG, C.A.**  
of the firm Price Waterhouse & Co.

Ottawa, Canada, January 22, 1976





## Board of Directors

---

G. K. BOUEY	OTTAWA Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
J. G. BURCHILL	NELSON-MIRAMICHI, N.B.
R. W. CAMPBELL	CALGARY, ALTA.
C. A. DAGENAI	MONTREAL, QUE.
W. DODGE	OTTAWA, ONT.
W. R. JENKINS	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
W. A. JOHNSTON	WINNIPEG, MAN.
S. G. LAKE	RAMEA, NFLD.
J. G. LANGS, Q.C.	HAMILTON, ONT.
J. W. E. MINGO, Q.C.	HALIFAX, N.S.
J. A. STACK	SASKATOON, SASK.
J. TASCHEREAU	QUEBEC, QUE. <i>Member of the Executive Committee</i>
A. WALTON	VANCOUVER, B.C. <i>Member of the Executive Committee</i>

### **Ex-officio**

T. K. SHOYAMA	OTTAWA Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>
---------------	--

# Officers

G. K. BOUEY, *Governor*  
R. W. LAWSON, *Senior Deputy Governor*

G. E. FREEMAN, *Deputy Governor*  
\*B. J. DRABBLE, *Deputy Governor*  
\*\*R. JOHNSTONE, *Adviser*  
JACQUES A. BUSSIÈRES, *Adviser*  
L. F. MUNDY, *Special Adviser*

ALAIN JUBINVILLE, *Deputy Governor*  
D. J. R. HUMPHREYS, *Deputy Governor*  
J. N. R. WILSON, *Adviser*  
W. A. MCKAY, *Adviser*  
J. S. ROBERTS, *Secretary*

\*On leave of absence as an Executive Director of the International Monetary Fund

\*\*On leave of absence as Executive Director of the Anti-Inflation Board

D. A. THOMPSON, *Auditor*

A. ROUSSEAU, *Chief Accountant*  
C. J. GODDING, *Deputy Chief Accountant*

## Securities Department

D. G. M. BENNETT, *Chief*

J. M. ANDREWS, *Deputy Chief*  
A. W. NOBLE, *Deputy Chief*  
H. JANSSEN, *Assistant Chief*  
I. D. CLUNIE, *Assistant Chief*

F. FAURE, *Deputy Chief*  
V. O'REGAN, *Securities Adviser*  
J. M. MCCORMACK, *Assistant Chief*  
N. CLOSE, *Securities Officer*

### Toronto Division

J. T. BAXTER, *Chief*  
T. NOËL, *Assistant Chief*  
J. KIERSTEAD, *Securities Officer*

### Montreal Division

J. CLÉMENT, *Chief*  
L. PELLAND, *Securities Officer*

D. R. CAMERON — *Vancouver Representative*

## Research Department

J. W. CROW, *Chief*

\*D. B. BAIN, *Deputy Chief*  
A. G. KEITH, *Research Adviser*  
G. B. GLORIEUX, *Assistant Chief*  
S. L. HARRIS, *Assistant Chief*  
A. C. MACKENZIE, *Research Officer*  
R. PARTRIDGE, *Research Officer*  
\*\*P. M. GRADY, *Research Officer*

D. R. STEPHENSON, *Deputy Chief*  
C. FREEDMAN, *Research Adviser*  
T. MAXWELL, *Assistant Chief*  
DOROTHY J. POWELL, *Editorial Adviser*  
J. A. COOMBS, *Research Officer*  
J. C. P. AUBRY, *Research Officer*  
SHEILA I. BALATTI, *Chief Librarian*

\*Seconded for planning of new Head Office

\*\*Seconded to staff of Anti-Inflation Board

## Department of Banking and Financial Analysis

G. G. THIESSEN, *Chief*

\*J. E. H. CONDER, *Deputy Chief*  
W. R. WHITE, *Assistant Chief*  
G. W. KING, *Assistant Chief*  
A. J. THOMSON, *Research Officer*  
K. J. CLINTON, *Research Officer*

S. VACHON, *Research Adviser*  
R. L. FLETT, *Assistant Chief*  
T. F. BRADY, *Research Officer*  
J.-G. TURCOTTE, *Research Officer*

\*On leave of absence

---

## International Department

EDITH M. WHYTE, *Chief*

A. C. LAMB, *Chief, Foreign Exchange Operations*

J. F. DINGLE, *Assistant Chief*

D. W. ADOLPH, *Foreign Exchange Officer*

W. E. ALEXANDER, *Research Officer*

A. F. PIPHER, *Foreign Exchange Adviser – Toronto*

R. F. S. JARRETT, *Assistant Chief*

K. A. WUST, *Foreign Exchange Officer – Montreal*

## Department of Personnel Administration

H. A. D. SCOTT, *Chief*

P. E. CLOUTIER, *Assistant Chief*

A. JOHNSTON, *Chief, Payroll Administration Division*

J. E. ARSENAULT, *Adviser – Liaison and Appeals*

## Department of Administrative Operations

A. J. NORTON, *Chief*

R. H. OSBORNE, *Deputy Chief*

J. M. E. MORIN, *Assistant Chief*

Currency Division

H. F. BUTLER, *Chief*

L. A. VAUGHAN, *Deputy Chief*

LUCILLE LAFRANCE, *Assistant Chief*

S. V. SUGGETT, *Special Assistant*

C. A. ST. LOUIS, *Assistant Chief*

Public Debt Division

R. F. ARCHAMBAULT, *Chief*

R. F. PRITCHARD, *Deputy Chief*

J. W. A. GALIPEAU, *Assistant Chief*

C. A. B. EVELYN, *Assistant Chief*

L. T. MONCRIEFF, *Assistant Chief*

## Secretary's Department

J. S. ROBERTS, *Secretary*

C. R. TOUSAW, *Assistant Secretary*

I. G. L. FREETH, *Chief, Computer Services Division*

S. S. CARROLL, *Chief Curator, National Currency Collection*

D. G. WILSON, *Records Manager*

G. B. MAY, *Adviser, Management Systems & Planning*

A. P. ADAMEK, *Information Systems Adviser*

J. STEINHAUER, *Chief, Translation Services*

L. TESSIER, *Graphics Manager*

G. S. WATTS, *Archivist*

## Agencies

HALIFAX E. L. JOHNSON, *Agent*

SAINT JOHN, N.B. A. H. POTTER, *Agent*

MONTREAL J. E. R. ROCHEFORT, *Agent*

R. MARCOTTE, *Assistant Agent*

OTTAWA T. D. MACKAY, *Agent*

TORONTO D. D. NORWICH, *Agent*

J. C. FRASER, *Assistant Agent*

WINNIPEG R. E. ROBERTSON, *Agent*

REGINA G. H. SMITH, *Agent*

CALGARY H. PROWSE, *Agent*

VANCOUVER D. G. WARNER, *Agent*







## **Département des Relations Internationales**

EDITH M. WHYTE, *Chef*

A. C. LAMB, *Chef, Opérations sur devises*  
 J. F. DINGLE, *Chef adjoint*  
 D. W. ADOLPH, *Cambiste*  
 W. E. ALEXANDER, *Chargé de recherches*  
 A. F. PIPHER, *Cambiste-conseil - Toronto*  
 R. F. S. JARRETT, *Chef adjoint*  
 K. A. WUST, *Cambiste - Montréal*

## **Direction du Personnel**

H. A. D. SCOTT, *Chef*

P. E. CLOUTIER, *Chef adjoint*  
 A. JOHNSTON, *Chef, Section de la paye*  
 J. E. ARSENAULT, *Conseiller - Liaison et appels*

## **Département des Opérations Administratives**

A. J. NORTON, *Chef*

R. H. OSBORNE, *Sous-chef*  
 J. M. E. MORIN, *Chef adjoint*  
 Section de la Monnaie  
 H. F. BUTLER, *Chef*  
 L. A. VAUGHAN, *Sous-chef*  
 LUCILLE LAFRANCE, *Chef adjoint*  
 Section de la Dette Publique  
 R. F. ARCHAMBAULT, *Chef*  
 R. F. PRITCHARD, *Sous-chef*  
 J. W. A. GALLIEAU, *Chef adjoint*  
 C. A. B. EVELYN, *Chef adjoint*  
 L. T. MONCRIEFF, *Chef adjoint*

## **Secrétariat**

J. S. ROBERTS, *Secrétaire*

G. B. MAY, *Conseiller en systèmes de gestion et en planification*  
 A. P. ADAMEK, *Conseiller en informatique*  
 S. S. CARROLL, *Conservateur en chef de la Collection nationale de monnaies*  
 J. STEINHÄUER, *Chef du Service de traduction*  
 D. G. WILSON, *Gestionnaire des documents*  
 G. S. WATTS, *Archiviste*  
 L. TESSIER, *Chef graphiste*

## **Agences**

HALIFAX E. L. JOHNSON, *Agent*  
 SAINT-JEAN, (N.-B.) A. H. POTTER, *Agent*  
 MONTRÉAL J. E. R. ROCHEFORT, *Agent*  
 R. MARCOTTE, *Agent adjoint*  
 OTTAWA T. D. MACKAY, *Agent*  
 TORONTO D. D. NORWICH, *Agent*  
 J. C. FRASER, *Agent adjoint*  
 WINNIPEG R. E. ROBERTSON, *Agent*  
 REGINA G. H. SMITH, *Agent*  
 CALGARY H. PROWSE, *Agent*  
 VANCOUVER D. G. WARNER, *Agent*

G. K. BOUY, Gouverneur  
R. W. LAWSON, Premier Sous-Gouverneur

ALAIN JUBINVILLE, Sous-Gouverneur  
D. J. R. HUMPHREYS, Sous-Gouverneur  
J. N. R. WILSON, Conseiller  
W. A. MCKAY, Conseiller  
J. S. ROBERTS, Secrétaire

**\*\*Détaché au Fonds Monétaire International en qualité d'Administrateur**  
**\*\*Détaché à la Commission de lutte contre l'inflation en qualité de Directeur exécutif**

## Département des Valeurs

D. G. M. BENNETT, Chef

F. FAURE, Sous-chef  
V. O'REGAN, Conseiller en valeurs  
J. M. MCCORMACK, Chef adjoint  
N. CLOSE, Préposé aux valeurs

Bureau de Montréal  
J. CLÉMENT, Chef  
L. PELLAND, Préposé aux valeurs

D. R. CAMERON — Représentant à Vancouver

## Département des Recherches

J. W. CROW, Chef

\*D. B. BAIN, Sous-chef  
A. G. KETH, Conseiller en recherches  
G. B. GLORIEUX, Chef adjoint  
S. L. HARRIS, Chef adjoint  
A. C. MACKENZIE, Chargé de recherches  
R. PARTRIDGE, Chargé de recherches  
\*\*P. M. GRADY, Chargé de recherches

**\*\*Détaché à la planification des nouveaux immeubles du Siège**  
**\*\*Détaché à la Commission de lutte contre l'inflation**

D. R. STEPHENSON, Sous-chef  
C. FREEDMAN, Conseiller en recherches  
T. MAXWELL, Chef adjoint  
DOROTHY J. POWELL, Conseillère de rédaction  
J. A. COOMBS, Chargé de recherches  
J. C. P. AUBRY, Chargé de recherches  
SHEILA I. BALATTI, Bibliothécaire en chef

## Département des Études Bancaires et Financières

G. G. THIessen, Chef

\*J. E. H. CONDER, Sous-Chef  
W. R. WHITE, Chef adjoint  
G. W. KING, Chef adjoint  
A. J. THOMSON, Chargé de recherches  
K. J. CLINTON, Chargé de recherches

S. VACHON, Conseiller en recherches  
R. L. FLETT, Chef adjoint  
T. F. BRADY, Chargé de recherches  
J.-G. TURCOTTE, Chargé de recherches

\*En congé d'études



G. K. BOUEY	OTTAWA	Gouverneur	Membre du Comité de direction
R. W. LAWSON	OTTAWA	Premier Sous-Gouverneur	Membre du Comité de direction
J. C. BURCHILL	NELSON-MIRAMICHI (NOUVEAU-BRUNSWICK)		
R. W. CAMPBELL	CALGARY (ALBERTA)		
C. A. DAGENAIS	MONTREAL (QUÉBEC)		
W. DODGE	OTTAWA (ONTARIO)		
W. R. JENKINS	CHARLOTTETOWN (LE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)		
W. A. JOHNSTON	WINNIPEG (MANITOBA)		
S. G. LAKE	RAMSEA (TERRE-NEUVE)		
J. G. LANGS, C.R.	HAMILTON (ONTARIO)		
J. W. E. MINGO, C.R.	HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE)		
J. A. STACK	SASKATOON (SASKATCHEWAN)		
J. TASCHEREAU	QUÉBEC (QUÉBEC)		Membre du Comité de direction
A. WALTON	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)		Membre du Comité de direction
<b>Membre d'office</b>			
T. K. SHOYAMA	OTTAWA	Sous-ministre des Finances	Membre du Comité de direction



# PASSIF

	1975	1974
Capital versé .....	\$ 5,000	\$ 5,000
Fonds de réserve .....	25,000	25,000
Billets en circulation .....	7,283,052	6,290,476
Dépôts:		
Gouvernement du Canada .....	26,639	16,695
Banques à charte .....	2,748,456	2,361,274
Autres dépôts .....	63,342	101,319
	2,838,437	2,479,288
Passif payable en devises étrangères:		
Gouvernement du Canada .....	7,415	1,681
Autres .....	284	197
	7,699	1,878
Chèques de la Banque du Canada non compensés .....	269,147	373,369
	67,537	9,106
Autres éléments de passif .....	\$10,495,872	\$ 9,184,117

Note: Les états financiers vérifiés de la Banque d'expansion industrielle au 1<sup>er</sup> octobre 1975 indiquaient un avoir-propre de \$116,740,116; à la même date, la mise de fonds en capital-actions de la Banque du Canada était de \$79,000,000. Après l'entrée en vigueur de la Loi sur la Banque du Canada d'une somme prélevée sur le Fonds du revenu consolidé, égale à la valeur au pair des actions en circulation de la Banque d'expansion industrielle détenues par la Banque du Canada.

Le Gouverneur, G. K. BOUYE

Le chef de la comptabilité, A. ROUSSEAU

**Rapport des vérificateurs** Nous avons examiné l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1975, ainsi que l'état des revenus et des dépenses pour l'exercice clos à cette date. Notre examen a comporté une revue générale des procédés comptables ainsi que les sondages des livres et autres preuves à l'appui que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

A notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1975, ainsi que les résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date.

PAUL-ANDRÉ MICHAUD, C.A.

de la firme Samson, Bélair, Lacroix et Associés

G. I. CRAIG, C.A.

of the firm Price Waterhouse & Co.

Ottawa, Canada, le 22 janvier 1976.

# BANQUE DU CANADA État de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1975  
(avec chiffres comparatifs pour 1974)

## ACTIF

	1975	1974
<b>Dépôts payables en devises étrangères:</b>		
Livres sterling et dollars des États-Unis d'Amérique .....	\$ 13,715	\$ 7,699
Autres devises .....	497	347
<b>Chèques tirés sur autres banques .....</b>	14,212	8,046
<b>Chèques tirés sur autres banques .....</b>	151,314	182,544
<b>Avances aux banques à charte et banques d'épargne .....</b>	—	8,000
<b>Intérêts courus sur placements .....</b>	147,627	127,174
<b>Effets achetés sur le marché libre, bons du Trésor exceptés, à la valeur amortie .....</b>	44,066	139,741
<b>Portefeuille-titres, à la valeur amortie:</b>		
Bons du Trésor du Canada .....	2,081,381	1,590,311
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances dans les trois ans .....	2,804,058	2,528,675
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances à plus de trois ans .....	2,923,088	2,859,628
Débentures émises par la Banque d'expansion industrielle ..	1,029,528	891,960
Titres émis par le Royaume-Uni et par les États-Unis d'Amérique .....	1,079,045	570,039
Autres titres .....	2,633	2,633
<b>Banque d'expansion industrielle:</b>	9,919,733	8,443,246
Prix d'achat de tout le capital-actions émis (Note) .....	—	73,000
<b>Immobilisations:</b>		
Terrains, bâtiments et mobilier, au prix coûtant, moins amortissement accumulé .....	55,002	44,727
<b>Solde des recouvrements et des paiements pour le Gouvernement du Canada, en cours de règlement .....</b>	161,295	155,132
<b>Autres éléments d'actif .....</b>	2,623	2,507
	\$10,495,872	\$ 9,184,117

(en milliers de dollars)



# BANQUE DU CANADA État des revenus et des dépenses

Exercice clos le 31 décembre 1975  
(avec chiffres comparatifs pour 1974)

	1975	1974
(en milliers de dollars)		
<b>REVENUS</b>		
Revenus du portefeuille-titres et autres revenus .....	\$629,411	\$518,293
<b>DÉPENSES</b>		
Traitements <sup>(1)</sup> .....	\$ 15,974	\$ 13,800
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ..	3,902	3,962
Autres frais de personnel <sup>(2)</sup> .....	1,305	1,200
Honoraires des administrateurs .....	31	32
Honoraires et frais des vérificateurs .....	143	142
Impôts municipaux et taxes d'affaires .....	2,339	1,958
Coût des billets de banque .....	12,126	8,448
Informative .....	1,459	1,171
Entretien des immeubles et de l'équipement (montant net) .....	1,877	1,533
Impression des publications .....	429	410
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau .....	536	514
Postes et messageries .....	320	341
Télécommunications .....	498	417
Déplacements et mutations .....	645	529
Intérêt .....	2,508	765
Autres dépenses .....	561	460
	\$ 44,653	\$ 35,682
Amortissement des bâtiments et de l'équipement .....	1,301	1,304
<b>MONTANT NET VERSÉ AU COMPTE DU</b>		
<b>RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA .....</b>	<b>583,457</b>	<b>481,307</b>
	<u>\$629,411</u>	<u>\$518,293</u>

(1) Nombre moyen d'employés: 1,403 en 1975 et 1,354 en 1974.  
 (2) Y compris le fonctionnement des cafétérias, les gratifications de retraite, les heures supplémentaires, la formation professionnelle et les services médicaux.



\* À l'exclusion des bons du Trésor à trois et à six mois.

- (1) Annulation de 1.1 million de dollars d'obligations 9½% 15 juin 1994 et de 7.1 millions de dollars d'obligations 5½% 1<sup>er</sup> août 1980 détenues par le fonds de rachat.
- (2) En plus des 200 millions de dollars d'obligations 6¼% 1<sup>er</sup> avril 1980 déjà en circulation.
- (3) En plus des 350 millions de dollars d'obligations 7% 1<sup>er</sup> décembre 1976 déjà en circulation.
- (4) En plus des 525 millions de dollars d'obligations 7½% 1<sup>er</sup> juillet 1978 déjà en circulation.
- (5) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, du 1<sup>er</sup> janvier 1979 au 29 juin 1979 en obligations à 5 ans 8¾%, jouissance 1<sup>er</sup> octobre 1979, échéance 1<sup>er</sup> octobre 1984; l'exercice de ce droit porte à 8.05% le taux de rendement moyen sur la période de 9 ans et 3 mois allant du 1<sup>er</sup> juillet 1975 au 1<sup>er</sup> octobre 1984.
- (6) En plus des 148.9 millions de dollars d'obligations 9½% 15 juin 1994 déjà en circulation.
- (7) Ces obligations peuvent faire l'objet d'acquisitions par le fonds de rachat créé le 15 juin 1974.
- (8) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, du 1<sup>er</sup> janvier 1979 au 29 juin 1979 en obligations à 5 ans 8¾%, jouissance 1<sup>er</sup> octobre 1979, échéance 1<sup>er</sup> octobre 1984; l'exercice de ce droit porte à 8.38% le taux de rendement moyen sur la période de 9 ans et 1½ mois allant du 15 août 1975 au 1<sup>er</sup> octobre 1984.
- (9) En plus des 400 millions de dollars d'obligations 7½% 1<sup>er</sup> octobre 1979 déjà en circulation.
- (10) En plus des 248.9 millions de dollars d'obligations 9½% 15 juin 1994 déjà en circulation.
- (11) Ces obligations peuvent faire l'objet d'acquisitions par le fonds de rachat créé le 15 juin 1974.
- (12) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, le ou avant le 31 octobre 1977, en obligations 9%, échéance 1<sup>er</sup> février 1980; l'exercice de ce droit porte à 9.11% le taux de rendement sur la période de 4 ans et 4 mois allant du 1<sup>er</sup> octobre 1975 au 1<sup>er</sup> février 1980.
- (13) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, du 1<sup>er</sup> janvier 1980 au 30 juin 1980, en obligations à 5 ans, jouissance 1<sup>er</sup> octobre 1980, échéance 1<sup>er</sup> octobre 1985; l'exercice de ce droit porte à 9.35% le taux de rendement moyen sur la période de 10 ans allant du 1<sup>er</sup> octobre 1975 au 1<sup>er</sup> octobre 1985.
- (14) Cette émission donnera lieu à la création d'un fonds de rachat par le gouvernement canadien.
- (15) En plus des 150 millions de dollars d'obligations 10% 1<sup>er</sup> octobre 1995 déjà en circulation.
- (16) Ces obligations peuvent faire l'objet d'acquisitions par le fonds de rachat créé le 1<sup>er</sup> octobre 1975.
- (17) Annulation des titres suivants de la Compagnie des Chemins de fer Nationaux détenus par le fonds de rachat: 1.8 million de dollars d'obligations 5% 15 mai 1977; 2.0 millions de dollars d'obligations 5¾% 1<sup>er</sup> janvier 1985; 3.5 millions de dollars d'obligations 5% 1<sup>er</sup> octobre 1987.
- (18) Rachat partiel au pair, par le fonds d'amortissement, d'obligations 5% 15 octobre 1987 libellées en dollars £.-U.
- (19) Remboursement à l'échéance d'obligations 2¾% libellées en dollars £.-U., émises le 15 juin 1950 par la Compagnie des Chemins de fer Nationaux.
- (20) Remboursement à l'échéance d'obligations 2¾% libellées en dollars £.-U., émises le 15 septembre 1950.

# ANNEXE TABLEAU IV

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien\* : émissions et amortissements

Date en 1975	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	Livraisons	Amortissements
-----------------	-----------------------------	----------	---------------------------	--	------------	----------------

## Titres libellés en dollars canadiens émis par le gouvernement fédéral

7 févr.	Bons du Trésor	364 jours	6.32	150	150	150
1 <sup>er</sup> mars						8 (1)
1 <sup>er</sup> avril	6 1/4% 1 <sup>er</sup> févr. 1978	2 ans et 10 mois	6.40	275	275	
	6 1/4% 1 <sup>er</sup> avril 1980 (2)	5 ans	6.61	250	250	
9 mai	Bons du Trésor	364 jours	7.45	200	200	425
	7% 1 <sup>er</sup> déc. 1976 (3)	1 an et 5 mois	7.30	50	50	
	7 1/2% 1 <sup>er</sup> juill. 1978 (4)	3 ans	7.50	50	50	
	7 1/2% 1 <sup>er</sup> oct. 1979 (5)	4 ans et 3 mois	7.50	400	400	
	9 1/2% 15 juin 1994 (6) (7)	18 ans et 1 1/2 mois	9.27	100	100	
8 août	Bons du Trésor	364 jours	8.20	200	600	435
	7 1/2% 1 <sup>er</sup> févr. 1978	2 ans et 5 1/2 mois	7.95	75	75	
	7 1/2% 1 <sup>er</sup> oct. 1979 (8) (9)	4 ans et 1 1/2 mois	8.08	225	225	
	9 1/2% 15 juin 1994 (10) (11)	18 ans et 10 mois	9.79	100	100	
1 <sup>er</sup> oct.	9% 1 <sup>er</sup> févr. 1978 (12)	2 ans et 4 mois	9.18	200	200	
	9% 1 <sup>er</sup> oct. 1980 (13)	5 ans	9.25	200	200	
	10% 1 <sup>er</sup> oct. 1995 (14)	20 ans	10.24	150	150	
21 nov.	Bons du Trésor	364 jours	8.87	150	550	430
	8 1/2% 15 déc. 1978	3 ans	8.65	150	150	
	10% 1 <sup>er</sup> oct. 1995 (15) (16)	19 ans et 9 1/2 mois	10.08	175	175	
				325	325	
				2,400	2,400	
	Ensemble des obligations			334	334	
	Ensemble des bons du Trésor*			625	625	
<b>Titres libellés en dollars canadiens garantis par le gouvernement</b>						
30 déc.						7 (17)
<b>Titres libellés en monnaies étrangères émis ou garantis par le gouvernement</b>						
15 avril						1 (18)
15 juin						6 (19)
15 sept.						29 (20)



# en et sur acceptations bancaires

Opérations nettes* avec le gouvernement et avec les autres clients		Portefeuilles du gouvernement et des autres clients		Variations nettes des avoirs en fonds d'Etat et en acceptations bancaires	
Souscriptions à l'émission moins amortissements à l'échéance	Bons	Obligations	Bons	Obligations	Acceptations bancaires
Total					

- 21.8	-	- 88.3	- 18.2	+ 21.4	- 18.2	- 140.3	- 137.1	+ 5.0	+ 164.1	+ 251.3	- 59.8	+ 2.5	+ 130.5	+ 331.4	+ 123.9	+ 17.4	+ 44.8	- 129.4	+ 744.6
- 15.6	-	- 23.1	- 1.3	- 13.7	+ 18.7	-	+ 5.0	-	+ 164.1	+ 251.3	- 59.8	+ 2.5	+ 130.5	+ 331.4	+ 123.9	+ 17.4	+ 44.8	- 129.4	+ 744.6
+ 43.2	-	- 20.0	- 3.9	+ 153.5	+ 10.6	-	+ 164.1	-	+ 164.1	+ 251.3	- 59.8	+ 2.5	+ 130.5	+ 331.4	+ 123.9	+ 17.4	+ 44.8	- 129.4	+ 744.6
+ 54.7	+ 101.1	- 79.3	- 14.5	+ 92.8	+ 158.5	-	+ 251.3	-	+ 251.3	+ 54.7	- 59.8	+ 2.5	+ 130.5	+ 331.4	+ 123.9	+ 17.4	+ 44.8	- 129.4	+ 744.6
+ 23.5	-	- 80.5	- 2.6	- 56.4	- 3.4	-	- 59.8	-	- 59.8	+ 54.7	- 59.8	+ 2.5	+ 130.5	+ 331.4	+ 123.9	+ 17.4	+ 44.8	- 129.4	+ 744.6
+ 38.3	-	- 47.4	- 13.6	+ 16.1	- 13.6	-	+ 2.5	-	+ 2.5	+ 54.7	- 59.8	+ 2.5	+ 130.5	+ 331.4	+ 123.9	+ 17.4	+ 44.8	- 129.4	+ 744.6
+ 98.2	+ 99.9	- 37.9	- 27.4	+ 67.7	+ 62.8	-	+ 130.5	-	+ 130.5	+ 54.7	- 59.8	+ 2.5	+ 130.5	+ 331.4	+ 123.9	+ 17.4	+ 44.8	- 129.4	+ 744.6
+ 129.1	+ 250.6	- 64.0	- 9.8	+ 94.6	+ 236.8	-	+ 331.4	-	+ 331.4	+ 54.7	- 59.8	+ 2.5	+ 130.5	+ 331.4	+ 123.9	+ 17.4	+ 44.8	- 129.4	+ 744.6
+ 118.5	- 0.6	- 62.5	- 2.6	+ 115.3	+ 7.8	+ 0.8	+ 123.9	+ 0.8	+ 123.9	+ 54.7	- 59.8	+ 2.5	+ 130.5	+ 331.4	+ 123.9	+ 17.4	+ 44.8	- 129.4	+ 744.6
- 52.9	+ 145.8	- 33.2	- 22.8	- 67.2	+ 78.4	+ 6.2	+ 17.4	+ 6.2	+ 17.4	+ 54.7	- 59.8	+ 2.5	+ 130.5	+ 331.4	+ 123.9	+ 17.4	+ 44.8	- 129.4	+ 744.6
+ 78.2	-	- 74.3	- 10.0	+ 49.0	- 19.6	+ 15.4	+ 44.8	+ 15.4	+ 44.8	+ 54.7	- 59.8	+ 2.5	+ 130.5	+ 331.4	+ 123.9	+ 17.4	+ 44.8	- 129.4	+ 744.6
+ 42.0	- 68.8	- 41.8	- 6.5	+ 25.3	- 176.5	+ 21.8	- 129.4	+ 21.8	- 129.4	+ 54.7	- 59.8	+ 2.5	+ 130.5	+ 331.4	+ 123.9	+ 17.4	+ 44.8	- 129.4	+ 744.6
+ 535.4	+ 528.0	- 652.3	- 133.2	+ 498.4	+ 342.3	- 96.1	+ 744.6	- 96.1	+ 744.6	+ 54.7	- 59.8	+ 2.5	+ 130.5	+ 331.4	+ 123.9	+ 17.4	+ 44.8	- 129.4	+ 744.6
- 11.1	-	- 177.4	-	- 193.5	- 100.8	- 34.7	- 329.0	- 34.7	- 329.0	- 11.1	-	- 34.7	- 329.0	- 34.7	- 329.0	- 34.7	- 329.0	- 34.7	- 329.0

Operations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement

Opérations nettes\* avec les négociants en valeurs mobilières et avec les banques

Titres pris en pension	Total des postes précédents	Acceptations bancaires <sup>(2)</sup>	Plus de 10 ans	5 à 10 ans	3 à 5 ans	3 ans ou moins	Obligations <sup>(1)</sup>

1975	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	Total	1976	Janvier
	+131.5	+25.0	+130.2	+113.0	+5.0	+25.2	+7.4	+29.5	+58.5	+2.0	+32.9	+50.0	+610.2	-	-65.3
	-	+20.0	+14.5	+32.0	+15.5	-	-9.7	-4.0	+14.4	-18.0	-90.2	-9.0	-34.5	-27.5	-
	-	-	-	-5.5	-13.5	-	-	-	-3.9	-26.5	-10.9	-	-60.3	-	-
	-	-	-	+42.6	-	-	-	-	-	-8.2	-	-	+34.4	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-140.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+42.8	+83.8	-97.5	-33.3	-126.1
	-8.8	+45.0	+144.7	+182.1	+7.0	+25.2	-2.3	+25.5	+69.0	-50.7	-68.2	+119.1	+452.3	-14.4	-14.4
	-	-	-	+7.2	-7.2	-	-	-	+2.1	+31.3	+119.1	-138.1	+14.4	-	-

\* Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe (-) le contraire.  
(1) Ventilation d'après le nombre d'années à courir, à compter de la date de l'opération.  
(2) Y compris les acceptations bancaires arrivant à échéance.

(2) Y compris les acceptations bancaires arrivant à échéance.

51

# ANNEXE TABLEAU II

## Réserve-encaisse des banques à charte

En millions de dollars, sauf indication contraire

Montant minimum requis	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada	Dépôts à la Banque du Canada Minimum requis	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables par période
------------------------	--	---	--	---------------------------------------

1975	Janvier	1-15	3,550	947	2,603	2,638	10
	Février	1-15	3,611	1,070	2,541	2,567	10
	Mars	1-15	3,542	924	2,618	2,649	10
	Avril	1-15	3,529	905	2,624	2,659	11
	Mai	1-15	3,523	924	2,599	2,627	11
	Juin	1-15	3,600	953	2,647	2,683	10
	Juillet	1-15	3,580	993	2,587	2,618	10
	Août	1-15	3,662	1,023	2,639	2,679	11
	Septembre	1-15	3,620	1,031	2,589	2,641	10
	16-30	1-15	3,628	1,004	2,624	2,661	10
	Octobre	1-15	3,635	1,024	2,611	2,652	9
	16-30	1-15	3,752	1,019	2,733	2,764	11
	Décembre	1-15	4,062	1,030	3,032	3,057	10
	16-31	1-15	4,019	1,217	2,802	2,823	10
	Février*	1-15					

\* Chiffres provisoires.

(1) Pour obtenir les chiffres de ces deux colonnes, on a divisé la somme des avances aux banques et des prises en négociants du marché monétaire au cours de chaque période par le nombre de jours ouvrables compris dans la période.



# ANNEXE TABLEAU 1

## Évolution du bilan de la Banque du Canada

### Variations mensuelles - En millions de dollars

Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Titres de la B.E.I. (1)	Autres postes de l'actif (montant net)	Billets en circulation				Passif-dépôts en dollars canadiens			
				Autres	de l'actif	en circulation	à charte	Banques	Gouvernement	Autres	
1975											
Janvier	+ 3	- 52	+ 26	- 184	- 491	+ 294	+ 5	- 15	- 6	- 2	- 15
Février	+ 4	- 150	+ 11	+ 60	- 7	- 55	- 6	- 6	- 4	- 2	- 6
Mars	+ 164	+ 171	+ 7	- 107	+ 166	+ 74	- 4	- 2	- 2	- 2	- 2
Avril	+ 250	- 132	+ 26	+ 29	+ 127	+ 24	- 2	- 2	- 2	- 2	+ 24
Mai	- 63	+ 72	+ 4	+ 59	+ 120	- 44	+ 2	- 6	- 2	- 2	- 6
Juin	+ 5	+ 199	+ 7	+ 79	+ 259	+ 55	- 7	- 18	- 4	- 4	- 18
Juillet	+ 134	- 91	+ 25	- 70	+ 97	- 101	+ 7	- 4	- 4	- 4	- 4
Août	+ 319	- 242	+ 9	- 39	- 17	+ 43	+ 2	+ 18	- 4	- 4	+ 18
Septembre	+ 122	- 123	+ 7	+ 35	+ 74	- 13	- 4	- 16	- 4	- 4	- 16
Octobre	+ 10	+ 74	- 58	+ 90	- 72	+ 12	+ 177	- 1	- 1	- 1	- 1
Novembre	+ 26	+ 146	-	- 90	+ 134	+ 8	- 45	- 15	- 15	- 15	- 15
Décembre	- 144	+ 642	-	+ 82	+ 604	+ 90	- 116	+ 1	+ 1	+ 1	+ 1
Total	+ 830	+ 514	+ 64	- 56	+ 994	+ 387	+ 9	- 40	- 40	- 40	- 40
1976											
Janvier	- 289	- 135	- 40	+ 141	- 661	+ 327	- 6	+ 17	+ 17	+ 17	+ 17

(1) Comprend les variations des avoirs de la Banque du Canada en actions et «débentures» de la B.E.I. La Banque du Canada le capital-actions de la Banque d'Expansion Industrielle pour un montant de 79 millions de dollars.



## Tableaux en annexe

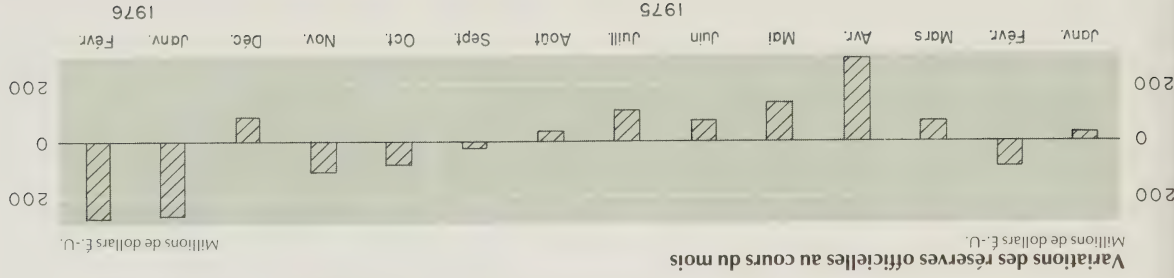
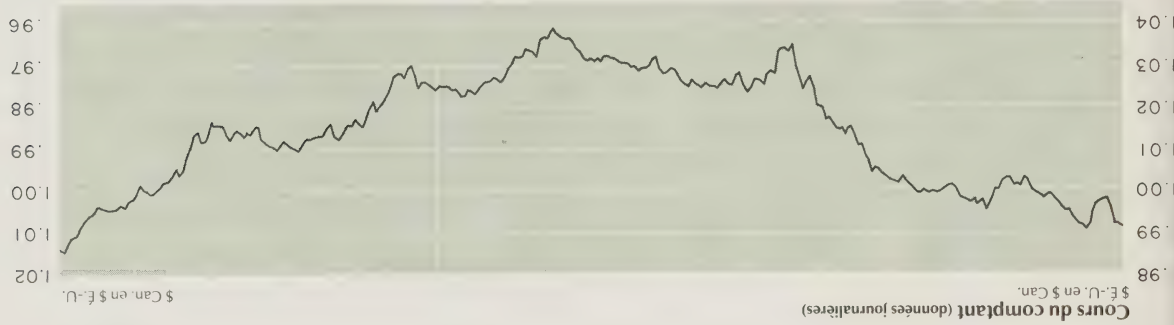
### Les opérations sur devises étrangères

En 1975, le dollar canadien a fluctué par rapport au dollar £.-U. dans des limites légèrement plus larges que celles de 1974; en effet, après avoir atteint un sommet de 1.0095 dollar £.-U. en début d'année, il a faibli pour toucher un creux de 0.9615 dollar £.-U. à la mi-août et s'élever ensuite de nouveau à 0.9843 dollar £.-U. vers la fin de l'année. Le dollar a continué de gagner du terrain au cours des deux premiers mois de 1976, et s'est établi à la fin de février à 1.0140 dollar £.-U.

En sa qualité d'agent du ministre des Finances, chargée de gérer le Fonds des changes, la Banque du Canada a cherché, par ses opérations sur le marché des changes, à atténuer les fluctuations à court terme du cours du dollar canadien. Ces opérations expliquent en très grande partie la ponction nette de 500 millions de dollars £.-U. dont les réserves officielles du Canada ont été l'objet en 1975. Les autres facteurs ayant contribué à faire baisser le niveau des réserves ont été d'une part le remboursement en septembre de 27.8 millions de dollars £.-U. d'obligations du gouvernement canadien arrivées à échéance en septembre et d'autre part la diminution - imputable au fléchissement du D.T.S. par rapport au dollar £.-U. - de 99.5 millions de la valeur en dollars £.-U. de l'or et des autres avoirs libellés en D.T.S. En outre, le Canada a concrétisé en 1975 l'engagement contracté en 1974 de verser un maximum de 300 millions de dollars canadiens au mécanisme pétrolier du Fonds Monétaire International. Ces opérations ont eu pour effet de réduire de 132.4 millions de dollars £.-U. les avoirs officiels du Canada en dollars £.-U. et d'augmenter d'un montant équivalent les avoirs libellés en D.T.S. A la fin de 1975, l'ensemble des réserves officielles de liquidités internationales du Canada s'établissait à 5,325.6 millions de dollars £.-U. Ces avoirs se sont accrus de 552 millions de dollars £.-U. au cours des deux premiers mois de 1976.



## Cours du change et réserves officielles



Les modalités de l'émission 1975-1976 d'Obligations d'Épargne du Canada furent annoncées le 11 septembre. Cette émission était assortie d'un taux d'intérêt de 8 3/4% pour la première année et de 9 1/2% pour chacune des huit années restantes, ce qui donnait un taux de rendement global à l'échéance de 9,38%. Elle suscita beaucoup d'intérêt auprès des épargnants et fut retirée du marché le 14 novembre à la clôture des opérations. Le montant brut des ventes, compte tenu des remboursements effectués au dernier trimestre, ressort à 3,242 millions de dollars; à la fin de l'année, l'encours des obligations d'épargne avait augmenté de 2,667 millions de dollars par rapport à son niveau de

ans et trois mois. Les modalités de l'émission 1975-1976 d'Obligations d'Épargne du Canada furent annoncées le 11 septembre. Cette émission était assortie d'un taux d'intérêt de 8 3/4% pour la première

L'année précédente. Les détenteurs d'obligations négociables 7 1/4% de six mois allant du 15 décembre 1974 au 14 juin 1975 la faculté de convertir ces titres au pair contre des obligations 8% 15 décembre 1985. En tout, 116 millions de dollars de ces obligations ont été présentées à l'échange, de sorte qu'il ne restait que 334 millions de dollars de titres de l'émission originale à arriver à échéance en décembre 1975. En mars 1975, le gouvernement procédait à l'annulation de 1 million de dollars d'obligations 9 1/2% 15 juin 1994 et de 7 millions de dollars d'obligations 5 1/2% 1<sup>er</sup> août 1980 qu'il avait acquises en vertu des dispositions du fonds de rachat de ces émissions. En septembre, il remboursait 28 millions de dollars E.-U. d'obligations 2 3/4% émises le 15 septembre 1950 et arrivées à échéance.

de la Banque résulte à concurrence de 452 millions de dollars d'opérations d'open-market. En 1975, la Banque a acheté, dans le cadre de ces opérations environ 610 millions de dollars de bons du Trésor et vendu, en termes nets, environ 60 millions de dollars d'obligations du gouvernement canadien. Ces chiffres ne rendent pas compte de l'ampleur des échanges d'obligations effectués sur le marché au cours de l'année, soit 273 millions. Ces opérations, comme il a été mentionné auparavant, ont, dans la plupart des cas, consisté en l'acquisition d'obligations à échéance très proche – 1975 ou début 1976 – contre d'autres dont le terme était généralement de 1 à 5 ans. Le portefeuille d'acceptations bancaires de la Banque a diminué d'environ 98 millions en 1975.

La Banque du Canada a augmenté ses avoirs en devises étrangères de 513 millions de dollars au cours de l'année, par suite de ses opérations temporaires de swap avec le Fonds des changes. La Banque effectue ces opérations temporaires dans le double but de faciliter sa politique de gestion des réserves-encaisse et d'apporter une plus grande souplesse au calendrier de ses opérations sur titres du gouvernement. Ainsi, lorsque la Banque du Canada effectuait de grosses ventes nettes sur le marché, elle compensait l'effet immédiat de ces ventes sur le niveau des réserves-encaisse des banques à charte en augmentant le montant de ses opérations temporaires de swap avec le Fonds des changes. Par contre, les achats nets d'obligations effectués par la Banque à l'occasion de quatre des cinq émissions d'obligations négociables lancées en 1975 et à l'occasion de l'émission datée du 1<sup>er</sup> février 1976 ont entraîné des réductions du montant des opérations temporaires de swap.

### La gestion de la dette publique

En 1975, les opérations de financement du gouvernement canadien se sont soldées par un accroissement net de 4,005 millions de la valeur nominale des fonds d'État en dollars canadiens

Le gouvernement a emprunté un montant net de 570 millions de dollars en accroissant l'encours des bons du Trésor. De ce chiffre, 495 millions ont été obtenus par voie d'augmentation de l'encours de bons du Trésor à trois et à six mois à l'occasion des adjudications; les autres 75 millions ont été obtenus de la même façon, à l'occasion de deux des quatre adjudications trimestrielles de bons du Trésor à un an. L'encours des obligations négociables en dollars canadiens émises par le gouvernement fédéral a enregistré au cours de l'année une progression de 768 millions de dollars. (Pour de plus amples renseignements à ce sujet, voir le Tableau IV de l'Annexe.) Le gouvernement a fait appel au marché obligataire à cinq reprises dont quatre fois lors de l'échéance d'un emprunt. A trois de ces occasions, le gouvernement a emprunté un montant d'argent supérieur à celui des titres arrivant à échéance, tandis que l'emprunt obligataire de 325 millions de dollars lancé le 15 décembre 1975 concordait avec l'arrivée à échéance d'une émission de 334 millions de dollars. Le 15 août 1975, le gouvernement se procurait 400 millions de dollars de fonds nouveaux, même si aucune émission obligataire n'arrivait à échéance. De l'ensemble des obligations négociables émises par le gouvernement en 1975, 33% étaient des titres à court terme (échéant à 3 ans ou moins), 45% des titres à moyen terme et 22% des titres à long terme. Le 1<sup>er</sup> juillet fut lancé un emprunt de 100 millions de dollars échéant en 1994 et assorti de coupons à 9½%. Le 15 août une tranche de 100 millions de dollars était ajoutée à cet emprunt. Le 1<sup>er</sup> octobre, une émission de 150 millions de dollars d'obligations à 10% échéance 1995 fut également placée. Le 15 décembre une nouvelle tranche de 175 millions de dollars venait s'y ajouter. De plus, des emprunts à échéance progeable furent placés à trois reprises. L'échéance

en circulation et par une diminution de 1,537 millions de dollars de son encaisse en dollars canadiens.

agréés du marché monétaire, particulièrement au cours de la seconde quinzaine de novembre et en décembre.

En décembre, la Banque procéda à des achats de bons du Trésor et d'acceptations bancaires. Ces achats visaient presque exclusivement à compenser en partie l'accroissement saisonnier de la circulation fiduciaire qui a lieu vers la fin de l'année. Afin d'éviter de favoriser un mouvement quelconque de baisse des taux d'intérêt à court terme, la Banque réduisit, comparativement à la période correspondante de l'année antérieure, le chiffre de ses achats d'acceptations bancaires. À la mi-février, toutes les acceptations bancaires acquises en décembre ainsi que le faible montant acheté au début de janvier étaient arrivées à échéance.

Au début de 1976, les taux d'intérêt ont de nouveau subi de fortes pressions à la baisse. Pour les contrecarrer, la Banque a fortement durci sa politique de gestion des réserves-encaisse et vendu contre espèces sur le marché 177 millions de dollars d'obligations à court et à moyen terme durant le mois de janvier et au début de février. Toujours en vue d'opposer une résistance additionnelle à la tendance à la baisse des taux d'intérêt, la Banque a aussi quelquefois réduit ses avoirs en bons du Trésor à l'occasion des adjudications hebdomadaires.

Le Tableau III de l'Annexe contient un état, ventilé par mois, des opérations sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires effectuées par la Banque du Canada en 1975. Au cours de cette année, la valeur nominale des avoirs de la Banque en obligations du gouvernement canadien, en bons du Trésor et en acceptations bancaires a augmenté de 745 millions de dollars. Cette augmentation tient compte du solde net des opérations d'open-market, des variations du portefeuille-titres liées aux émissions de bons du Trésor ou d'obligations du gouvernement, ainsi que du montant net des transactions effectuées avec les comptes du gouvernement et avec d'autres clients.

matière de gestion des réserves-encaisse et de mise en œuvre des opérations d'open-market visait à laisser les taux d'intérêt augmenter d'une manière raisonnablement ordonnée.

Le 3 septembre 1975, le taux d'escompte fut porté de 8 1/4 à 9%. Étant donné l'ampleur du relèvement, la mesure fut considérée dans les milieux financiers comme un signe non équivoque d'un nouveau durcissement de la politique monétaire et déclencha immédiatement une vive hausse des taux d'intérêt. Dans le but de limiter l'ampleur de ce mouvement des taux d'intérêt, la Banque assouplit momentanément sa politique de réserves-encaisse pendant un certain temps et augmenta considérablement ses avoirs en bons du Trésor à la fois à l'occasion des adjudications et de ses opérations d'open-market.

À la mi-septembre, les taux d'intérêt à court terme amorcèrent une tendance à la baisse et au début d'octobre le marché des obligations du gouvernement canadien commença à se raffermir. Face à ces développements, la Banque du Canada entama une série d'opérations d'échange d'obligations, qui s'est soldée par un certain prolongement de l'échéance des titres aux mains du public. Les pressions à la baisse sur les taux d'intérêt s'accroissant au cours du mois, la Banque commença à procéder à des ventes nettes d'obligations, qui se poursuivirent jusqu'à la première semaine de novembre. Durant cette période la Banque échangea 162 millions de dollars d'obligations à court terme et à moyen terme contre des obligations à échéance très rapprochée et vendit, contre espèces, des obligations à court et à moyen terme pour un montant additionnel de 149 millions. Pendant cette même période, la Banque réduisit également son portefeuille de bons du Trésor à l'occasion des adjudications hebdomadaires. Ce programme fut renforcé par un durcissement de la politique de gestion des réserves-encaisse des banques à charte, ce qui eut pour effet de rendre considérablement plus difficile le financement des stocks des agents







La présente section du Rapport contient un aperçu des opérations que la Banque du Canada a effectuées en mettant en œuvre sa politique monétaire et en s'acquittant de ses attributions d'agent financier du gouvernement, dans le cadre d'une part de la gestion de la dette publique et d'autre part des activités du Fonds des changes.

## Les opérations effectuées dans le cadre de la politique monétaire

Comme il a déjà été mentionné dans ce Rapport, durant toute l'année 1975 ainsi qu'au début de 1976, la Banque du Canada a géré les réserves-encaisse du système bancaire et effectué ses opérations d'open-market de façon à atteindre un rythme de croissance monétaire susceptible de promouvoir l'expansion économique tout en atténuant quelque peu l'inflation.

Le Tableau II de l'Annexe retrace, par période de réserve, l'évolution des réserves-encaisse excédentaires de l'ensemble des banques à charte, des avances consenties à ces dernières et des opérations de prises en pension conclues avec les négociants du marché monétaire. Les données de ce tableau ne fournissent en soi qu'une idée incomplète de la politique suivie par la Banque. Pour de multiples raisons, la façon dont les banques réagissent à un niveau donné de réserves-encaisse excédentaires varie d'une période de réserve à une autre, de sorte qu'il n'existe pas de relation précise au cours d'une période entre le niveau des réserves-encaisse excédentaires et les variations des dépôts bancaires ou des avoirs des banques. Parmi les facteurs qui influent sur la réaction des

banques, il convient de citer leurs pronostics sur la tendance des taux d'intérêt – qui peuvent les encourager à apporter plus ou moins d'empressement dans l'acquisition ou la vente de titres –, la vigueur de la demande de crédit et la répartition inégale des réserves à l'intérieur du système bancaire. De plus, en déterminant quotidiennement le niveau auquel il convient de voir s'établir les réserves-encaisse excédentaires, la Banque tient continuellement compte des développements qui surviennent sur le marché des titres et des circonstances qui entourent la croissance des avoirs et des dépôts bancaires.

Les opérations d'open-market, c'est-à-dire les achats et les ventes de titres effectués sur le marché par la Banque du Canada, sont souvent utilisées à des fins autres que celle de la gestion des réserves-encaisse. Elles peuvent par exemple servir à influencer directement l'évolution des taux d'intérêt sur le marché. À l'occasion, la Banque peut également procéder à des achats et à des ventes de valeurs ou à des échanges de titres à échéance différente, dans le but de faciliter les opérations de gestion de la dette publique à effectuer dans l'immédiat ou dans l'avenir. Elle doit utiliser d'autres techniques pour compenser tout effet indésirable de ses opérations d'open-market sur le niveau des réserves-encaisse. Les paragraphes suivants contiennent une analyse des périodes les plus intéressantes où des opérations d'open-market ont été conclues à des fins qui n'étaient pas exclusivement celle de la gestion des réserves-encaisse, sans bien entendu négliger les références à cette dernière.



Taux annuels de variation					
En milliards de dollars		Années			
	déc. 1975	De déc. 1972 à déc. 1973	De déc. 1973 à déc. 1974	De déc. 1974 à juin 1975	Semestres <sup>(1)</sup> De juin 1974 à déc. 1975
Avoirs liquides canadiens .....	12.7	3	14	-	- 2
(Avoirs liquides canadiens et autres avoirs canadiens à court terme <sup>(2)</sup> ) .....	(13.8)	(1)	(19)	(1)	(-10)
Prêts, portefeuilles hypothécaires et autres placements .....	54.8	25	21	17	15
Prêts en dollars canadiens .....	43.4	27	19	16	13
Prêts généraux .....	40.3	26	19	16	12
— prêts personnels autres que sur titres <sup>(3)</sup> .....	13.2	24	22	22	19
— prêts aux entreprises <sup>(3)</sup> .....	23.2	27	20	13	11
Prêts hypothécaires .....	7.6	34	33	28	28
Titres des provinces, des municipalités et des sociétés <sup>(4)</sup> .....	2.9	4	7	17	43
Principaux avoirs en dollars canadiens ..	67.5	19	19	13	12
Pour mémoire:					
Prêts aux entreprises et prêts en monnaies étrangères aux résidents, plus le papier commercial et les acceptations <sup>(5)</sup> .....	30.0	26	33	14	14

(1) Données désaisonnalisées.  
(2) Avoirs liquides canadiens, plus le papier à court terme et les effets des banques à charte; données non désaisonnalisées.  
(3) Données de fin de mois.  
(4) Non compris le papier à court terme; données non désaisonnalisées.  
(5) Y compris le papier à court terme émis par les institutions financières canadiennes affiliées à des banques étrangères.

Principaux avoirs des institutions financières<sup>(1)</sup>

En milliards de dollars		Taux annuels de variation	
Années	De déc. 1973 à 1974	De déc. 1974 à 1975	Semestres <sup>(2)</sup> De juin 1974 à 1975 à déc. 1975
Institutions de dépôt			
Banques à charte <sup>(3)</sup>	19	13	12
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et banque d'épargne	16	17	17
Caisse populaires et crédit unions	16	25	29
Total partiel	102.0	18	16
Institutions d'épargne contractuelle	21.5	7	9
Compagnies d'assurance-vie	20.0	12	14
Caisse de retraite	41.5	10	12
Total partiel	9.7	16	6
Sociétés de financement ou de prêt à la consommation	153.2	16	14
Total			14

(1) Sauf en ce qui concerne les banques, les données de décembre 1975 sont des estimations.  
 (2) Données désaisonnalisées, sauf en ce qui concerne les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et les sociétés de financement.  
 (3) Principaux avoirs en dollars canadiens; moyenne des mercredis.

accélération des prêts hypothécaires et de la persistance de la croissance rapide des prêts à la consommation, ces deux types de prêts formant ensemble la plus grosse part de leurs avoirs.

Le ralentissement observé dans l'expansion du système bancaire se retrouve au niveau de la plupart des catégories d'avoirs de ce dernier. Au cours de la seconde moitié de 1974, les banques avaient accru dans des proportions importantes leur portefeuille d'avoirs liquides en dollars canadiens. En 1975, dans le contexte d'une politique plus restrictive en matière de réserves-encaisse, elles réduisirent ces avoirs pendant les neuf premiers mois de l'année; cependant elles regagnèrent quelque peu leur portefeuille pendant le quatrième trimestre, de sorte que sur l'ensemble de l'année le montant de ces avoirs ne changea guère. Il en résultait une baisse de près de 1½ point du coefficient des

progression appréciable.

La fin de 1975 aux alentours de 8%. Comme nous l'avons mentionné plus haut, en 1975 les entreprises empruntèrent moins et recoururent dans une bien moindre mesure que durant l'année antérieure aux concours bancaires; les prêts des banques aux entreprises ont enregistré en 1975 une progression de 13% contre 20% en 1974. Les prêts bancaires aux consommateurs continuèrent d'augmenter à peu près au même rythme rapide que l'année précédente, mais quant à la vigueur particulière au second semestre. Par contre l'expansion du portefeuille de prêts hypothécaires des banques accusa un certain ralentissement par rapport à sa progression rapide des années précédentes. Néanmoins, la part des banques dans le financement octroyé sur ces deux marchés continua d'enregistrer une



effectuées en 1975 entre le Canada et l'étranger se sont traduites par de très grosses entrées nettes de capitaux au premier trimestre et par quelques sorties nettes pour le reste de l'année. L'écart entre le loyer de l'argent à court terme au Canada et aux États-Unis a pris une ampleur remarquable à partir du deuxième trimestre, mais ce stimulant qui aurait pu provoquer un afflux de capitaux à court terme au Canada a été en grande partie neutralisé par le renchérissement du dollar E.-U. à terme dans le cas des opérations assorties d'une couverture des risques de change à terme.

Les entrées nettes de capitaux provenant de non-résidents ont dépassé 4½ milliards de dollars en 1975 et ont donc été d'environ 3 milliards plus élevées que l'année précédente. Si les investisseurs américains ont continué de représenter la plus importante source des capitaux étrangers entrés au Canada, les pays de l'O.P.E.P. ont également placé dans notre pays un volume non négligeable de fonds afin de diversifier leurs investissements en les répartissant sur un plus grand nombre d'échéances, de devises et de débiteurs.

Le très fort volume de financement obtenu directement sur le marché obligataire et l'utilisation accrue de sources étrangères observées en 1975 se sont traduits par un déclin relatif de l'importance du recours aux intermédiaires financiers. Alors qu'en 1974 les institutions financières du secteur privé avaient fourni au total les deux tiers de tous les fonds obtenus par les principaux emprunteurs non financiers, elles en ont fourni à peine plus de la moitié en 1975. Le déclin mentionné plus haut est à peu près entièrement attribuable à une réduction des flux transitant par le système bancaire. Le taux de croissance des principaux avoirs en dollars canadiens des banques s'est ralenti et n'a atteint que 13% en 1975, alors qu'il s'établissait à environ 19% les deux années précédentes. Les autres institutions de dépôt, toutefois, ont progressé un peu plus rapidement en 1975 que l'année précédente, à la suite de la croissance

municipales s'est traduite par le placement d'un montant record d'obligations canadiennes au Canada et à l'étranger. Au total, ces emprunteurs ont récolté grâce à des émissions d'obligations près de 4½ milliards de dollars d'argent frais sur le marché national et environ 4 milliards sur les places étrangères. Le volume du crédit obtenu par l'émission d'emprunts obligataires a été sensiblement plus élevé en 1975 que pendant les deux années précédentes réunies, et la proportion de fonds fournie par des non-résidents a augmenté.

Le placement accru d'emprunts sur les places étrangères en 1975 découle en partie de ce que l'écart entre les taux d'intérêt à long terme au Canada et aux États-Unis a sensiblement augmenté à partir du deuxième trimestre. Cette augmentation de l'écart a aussi amené les étrangers à acheter des titres sur le marché des obligations canadiennes. En outre, les sociétés se sont senties encouragées à rechercher des sources étrangères de financement par la suppression de l'impôt fédéral de 15% retenu à la source sur les intérêts versés aux non-résidents en ce qui concerne les nouvelles obligations à cinq ans et plus des sociétés.

La vive progression des emprunts effectués sur les marchés étrangers de capitaux à long terme en 1975 a permis par son ampleur de financer la majeure partie de l'augmentation du déficit du compte courant de la balance des paiements, passé entre 1974 et 1975 de 1.6 milliard de dollars à environ 5 milliards. Pendant les huit premiers mois de l'année, mais tout spécialement au deuxième trimestre, le dollar canadien a donné des signes de faiblesse. Il s'est raffermi pendant les quatre derniers mois de l'année, en grande partie à la suite du très fort volume des ventes à l'étranger d'obligations canadiennes. Le redressement du dollar canadien s'est poursuivi pendant les deux premiers mois de 1976 à mesure qu'augmentait le rythme des emprunts à l'étranger, ce qui lui a permis de dépasser le cours auquel il s'échangeait au début de 1975.

Les opérations financières à court terme

# Financement obtenu par les principaux agents économiques non financiers

En milliards de dollars

	1973	1974	1975
Entreprises non financières			
Augmentation des emprunts			
banques à charte	3.8	4.3	3.2
autres institutions	1.3	2.2	0.4
Emissions nettes			
obligations — offertes au Canada	0.8	1.1	2.0
— offertes à l'étranger	0.0	0.1	0.4
actions	0.4	0.4	0.7
papier à court terme	0.0	1.6	0.3
Investissements directs des non-résidents	0.7	0.6	0.5
Total	7.0	10.3	7.6
Emprunteurs hypothécaires <sup>(1)</sup>			
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire <sup>(2)</sup>	2.7	2.4	2.7
Banques à charte	1.2	1.5	1.7
Autres institutions du secteur privé	2.4	2.3	2.1
Total	6.3	6.1	6.5
Consommateurs			
Banques à charte	1.7	1.9	2.3
Autres	1.1	0.9	0.8
Total	2.8	2.9	3.2
Ensemble du secteur privé	16.1	19.3	17.3
Provinces et municipalités <sup>(3)</sup>			
Emissions nettes d'obligations achetées avec des fonds du			
Régime de pensions du Canada	1.0	1.2	1.4
autres émissions offertes au Canada	1.4	1.4	2.4
émissions offertes à l'étranger	0.6	1.6	3.5
Emissions nettes de bons du Trésor et de papier à court terme	— 0.1	— 0.1	0.2
Emprunts auprès des banques à charte	0.4	0.3	0.4
Total	3.3	4.5	8.0
Gouvernement canadien			
Emissions nettes			
bons du Trésor	0.6	0.9	0.6
obligations négociables libellées en dollars canadiens	— 0.2	0.8	0.7
Obligations d'épargne du Canada	— 0.4	2.4	2.7
Total	— 0.1	4.2	4.0
Financement global	19.4	27.9	29.3

(1) Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation. Non compris le montant net des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements ou leurs agences, particulièrement la S.C.H.L., qui figurent dans les besoins de financement des administrations intéressées.

(2) Y compris les sociétés de prêt hypothécaire liées à des banques à charte.

(3) Y compris les entreprises provinciales et municipales. En sont exclus les emprunts accordés par le gouvernement canadien.

Pour ce qui est du secteur privé de l'économie, le volume du crédit hypothécaire, qui avait fléchi au second semestre de 1974 et au début de 1975, amorça par la suite une vive progression et atteignit un niveau record pour l'ensemble de l'année. La vigoureuse reprise de la construction de logements au second semestre de 1975 a joué un rôle très important en la matière, mais la vente de maisons existantes a également enregistré un redressement sensible. L'encours du crédit à la consommation a progressé à peu près au même rythme qu'en 1974, la croissance apparaissant là encore sur tout au second semestre par suite de la hausse des achats de voitures automobiles et d'autres biens de consommation durables. En revanche, le financement recueilli par les entreprises non financières a été bien inférieur aux montants sans précédent obtenus en 1974. Cette réduction du recours au financement externe, survenue alors même que les bénéfices des sociétés marquaient un certain fléchissement, tient à la nette atténuation de la croissance des investissements des entreprises par rapport à 1974. En outre, en 1975 les entreprises ont recouru dans une bien moindre proportion aux banques et aux autres sources de financement à court terme, pour se tourner plutôt vers le marché des obligations à long terme afin de retarder l'échéance moyenne de leurs engagements. Les appels de capitaux des provinces, des municipalités et de leurs entreprises ont enregistré une augmentation très considérable au cours de l'année 1975. À l'inverse des entreprises du secteur privé, les entreprises provinciales ont fortement accru leurs dépenses en investissements fixes et, de plus, le déficit au niveau des administrations provinciales et municipales s'est très nettement accru. La presque totalité de l'augmentation des besoins de financement de ce secteur a été satisfaite par l'émission d'emprunts obligataires.

L'ampleur du financement à long terme effectué par les entreprises non financières ainsi que par les administrations provinciales et

entre autres de l'ensemble formé par la monnaie hors banque et les dépôts à vue. Les taux tendanciels de croissance des agrégats monétaires ont été plus élevés dans le cas de ceux qui procèdent d'une définition large que dans le cas de ceux qui sont pris au sens étroit; toutefois, contrairement au taux de croissance de ces derniers, celui des premiers ne s'est pas accéléré depuis le second semestre de 1974. En fait, s'il a varié, ce serait plutôt dans le sens de la décelération. Les agrégats monétaires pris dans leurs sens larges tendent à être fortement influencés par les variations de l'ampleur et de l'importance relative du rôle joué par les diverses catégories d'intermédiaires financiers. Au cours des deux années antérieures à 1975, la portion du crédit global accumulée par les intermédiaires financiers a été plus élevée et la part des banques dans ce marché plus grande qu'en 1975.

## Les marchés du crédit et les institutions financières

Les demandes de crédit s'accroissant tout au long de l'année, le montant global des ressources obtenues sur les marchés au cours de l'année par les principales catégories d'emprunteurs non financiers a été un peu plus élevé qu'en 1974. Comme on pourra en juger par le tableau de la page 36, il y a eu quelques changements importants en ce qui concerne tant la répartition par secteur des demandes de fonds que la façon dont ces demandes ont été satisfaites en 1975. Le financement obtenu par le gouvernement fédéral (pour de plus amples renseignements à ce sujet, voir le chapitre suivant de ce Rapport) n'a été que légèrement inférieur au très fort montant recueilli l'année précédente. Toutefois, alors qu'en 1974 l'accroissement des fonds recueillis par les autres agents économiques avait été pour une très grande part le fait du secteur privé, en 1975 il a procédé entièrement, et même davantage, du recours au financement des provinces, des municipalités et de leurs entreprises.



devint évident que les conséquences de ces distorsions s'étaient dissipées. Sur l'ensemble de la période allant du deuxième semestre de 1975 à février 1976, M1 a accusé un taux annuel de croissance de l'ordre de 15%, c'est-à-dire légèrement plus élevé que le maximum de la fourchette à l'intérieur de laquelle on aurait voulu en limiter la progression.

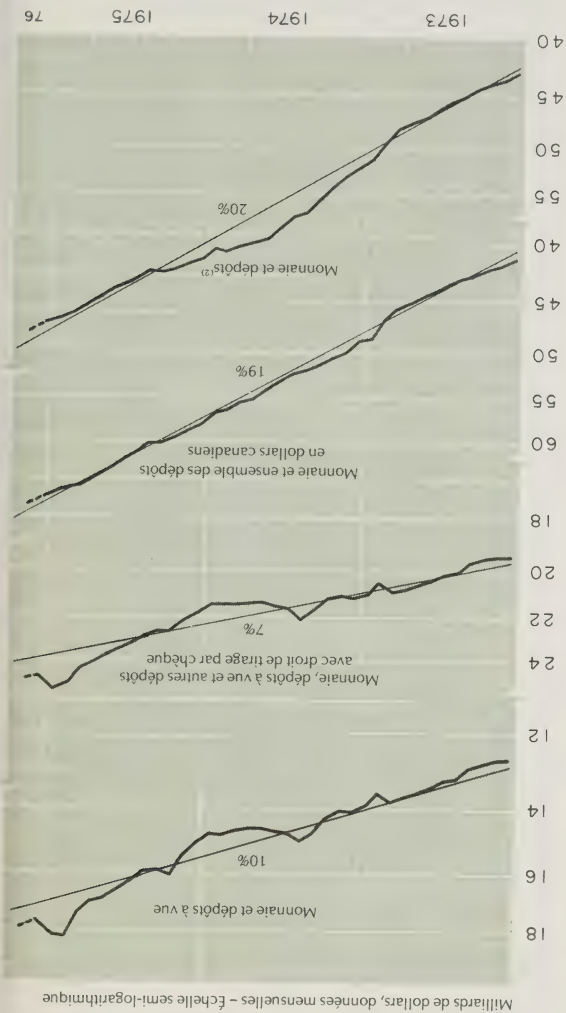
Les taux d'intérêt à long terme ont dans l'ensemble affiché à peu près le même profil que les taux à court terme du marché pendant les neuf premiers mois de 1975, encore que leur hausse aux deuxième et troisième trimestres, comme leur baisse antérieure, ait été un peu moins accentuée. Le rendement des obligations à long terme a augmenté d'environ 1/4 point au cours de la dernière période, contre près de 2 1/4 points en ce qui concerne les titres à court terme du marché monétaire. Durant les premiers mois de l'année, le crédit hypothécaire est également devenu bien meilleur marché, sous l'influence de la diminution du coût des dépôts dans les principales institutions financières ainsi que des variations saisonnières habituelles. Par la suite, avec la forte reprise de l'activité sur le marché hypothécaire, les taux amorcèrent un mouvement de hausse qui se poursuivit jusqu'au début du dernier trimestre et porta par exemple l'int-rêt appliqué sur les prêts hypothécaires ordinaires à l'habitation des niveaux de 12 à 12 1/4%.

Pendant les derniers mois de l'année, le prix de l'argent à long terme a tendu à s'infléchir, reflétant dans une large mesure l'évolution des marchés financiers des États-Unis. En général, le coût du crédit hypothécaire a suivi une évolution semblable. Cette tendance des taux à long terme s'est maintenue jusqu'aux premières semaines de 1976. Les taux du court terme ont également diminué vers le début de l'année, mais en février le loyer de l'argent tant à court qu'à long terme se stabilisa, et certains taux du marché monétaire se remirent à grimper. À la fin de février le taux généralement pratiqué pour les prêts hypothécaires ordinaires à l'habitation était redescendu à 13 1/4%.

Le graphique ci-après permet de comparer l'évolution récente de divers agrégats monétaires,

# Monnaie hors banques et dépôts bancaires du public

Données désaisonnalisées



Les tendances linéaires sont établies à partir du taux moyen de croissance sur la période allant du 2<sup>ème</sup> trim. 1973 au 2<sup>ème</sup> trim. 1975.

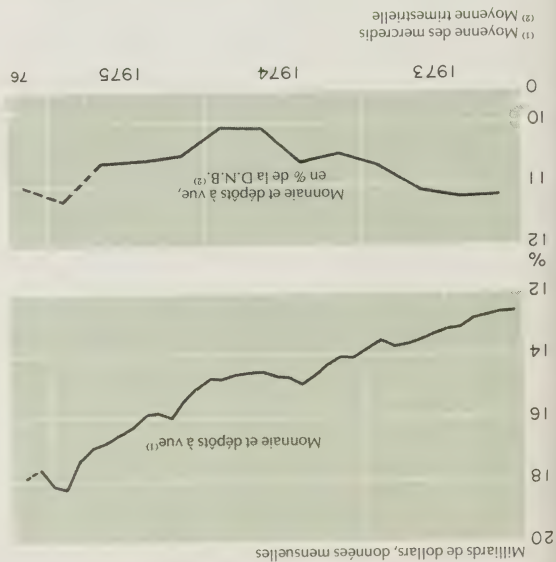
(1) Non compris les dépôts du gouvernement canadien.

(2) Y compris les dépôts en monnaies étrangères des résidents canadiens.



# Monnaie hors banques et dépôts à vue dans les banques à charte

Données désaisonnalisées



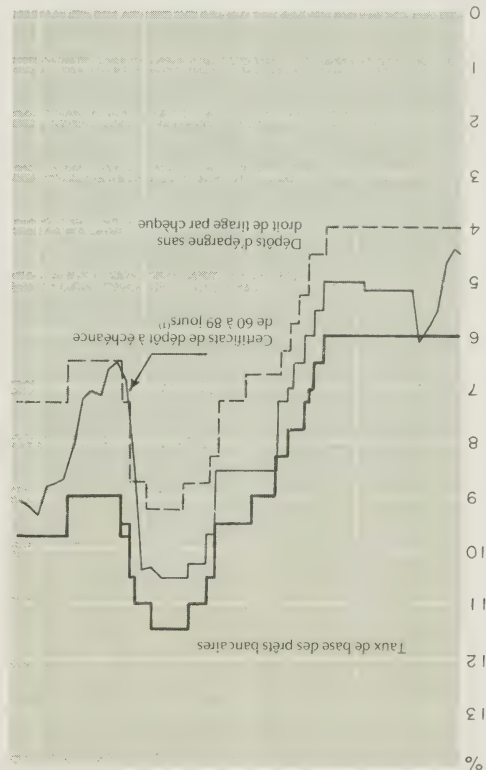
A la lumière des indices qui prouvaient que le loyer de l'argent avait suffisamment baissé, la Banque du Canada adopta dans l'octroi de réserves-encaisse au système bancaire une attitude plus restrictive, et les taux d'intérêt recommencèrent à monter à partir du mois de mars. Au début la tendance à la hausse fut plutôt modérée, mais elle eut lieu alors que les taux à court terme continuaient à régesser aux États-Unis, ce qu'ils allaient faire jusque vers le milieu de l'année. À l'été, un revirement de la tendance sur les marchés monétaires américains et le renforcement de l'activité économique au Canada avaient déjà commencé à exercer de nouvelles pressions à la hausse sur les taux à court terme. La Banque du Canada n'offrit pas de résistance à ce mouvement à la hausse des taux que l'expansion monétaire redevenait trop rapide. De fait, pendant les trois mois se

terminant en août, M1 a accusé un taux de

croissance désaisonnalisée de 25%. Début septembre, le taux d'escompte était relevé de 8 1/4 à 9%; les principaux taux de débiteurs et prêteurs pratiqués par les institutions financières se voyaient également relevés dans les mêmes proportions. Le taux de base des banques fut porté à 9 3/4% et l'intérêt versé par les banques sur les dépôts d'épargne non transférables par chèque à 7 1/4%; parallèlement la rémunération des dépôts à terme personnels dans les banques et dans les institutions parabancaires était majorée dans une proportion semblable. Entre juin et septembre, le taux du papier à 90 jours des sociétés de financement passa de 7 1/4% à environ 9%.

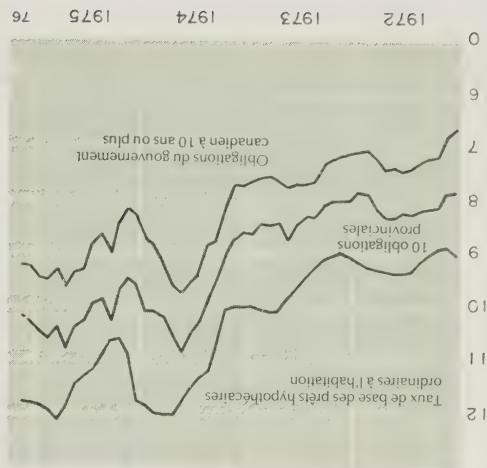
Au quatrième trimestre, les opérations de la Banque ont visé à maintenir le loyer de l'argent à court terme aux niveaux relativement élevés atteints à l'automne. Cette orientation de la politique conjuguée à une persistance manifeste de la forte croissance du revenu global ont entraîné une certaine hausse des taux à court terme à la fin de l'année, malgré la pression à la baisse engendrée par le nouveau recul du prix de l'argent aux États-Unis. Fin décembre, le papier à 90 jours des sociétés de financement se traitait à 9 3/8% au Canada, tandis qu'aux États-Unis les titres de même nature rapportaient environ 5 3/4%. Néanmoins, ce n'est pas tellement cette évolution du revenu global ou du loyer de l'argent qui a surtout influé sur la croissance de la masse monétaire au dernier trimestre, mais plutôt l'interruption du service postal de fin octobre à début décembre. La grève perturba gravement l'acheminement normal des paiements et provoqua un gonflement passager des avoirs monétaires détenus par le public. C'est ainsi qu'en novembre la masse monétaire au sens étroit dépassa en moyenne, après correction des variations saisonnières, de quelque 850 millions de dollars le niveau atteint en octobre. La situation ne se redressa pas immédiatement après la fin de la grève, car de nombreux paiements furent de nouveau retardés en raison des fêtes de Noël, mais au début de février il

Quelques taux bancaires représentatifs



(1) De juin 1972 à octobre 1974, taux pratiqués dans le cadre de la Convention de Winnipeg.

Canada



Long terme

Comparaison des taux pratiqués au Canada et aux États-Unis



Court terme

Taux à court terme (3 mois)



(1) Papier des sociétés de financement.  
(2) Papier commercial placé par des négociants en valeurs mobilières.  
(3) Écart entre les taux en vigueur au Canada d'une part et aux États-Unis d'autre part, compte tenu du report ou du déport sur le dollar E.-U. au Canada.

La stratégie de la politique monétaire a été analysée à grands traits dans la première section de ce Rapport. Les pages qui suivent sont consacrées à une étude plus détaillée de l'évolution des agrégats monétaires et du loyer de l'argent, ainsi qu'à un examen des flux de crédit acheminés vers les principales catégories d'emprunteurs.

### Les agrégats monétaires et les taux d'intérêt

Au cours de l'année 1974, la demande de fonds et de crédit s'était atténuée au fur et à mesure que ralentissait la croissance du revenu global. A la fin de l'été, le loyer de l'argent avait déjà amorcé une baisse au Canada, comme d'ailleurs aux États-Unis, et, au second semestre, le rythme de l'expansion monétaire, mesuré par le taux de croissance de l'agrégat monnaie hors banques et dépôts à vue (M1), avait nettement régressé. Face à cette évolution de la situation financière, la Banque du Canada mena alors une politique de gestion des réserves-encaisse du système bancaire propre à faciliter l'ajustement à la baisse du loyer de l'argent et à encourager une reprise de l'expansion monétaire. A la mi-novembre, le taux d'escompte était abaissé d'un demi-point, ce qui le ramenait à 8¾%. Le mouvement de repli des taux d'intérêt à court terme cessa momentanément vers la fin de 1974, mais le loyer de l'argent devait de nouveau fléchir vivement tout à la fin de l'année et pendant les premières semaines de 1975 en partie par suite de l'évolution financière aux États-Unis et en Europe. Le taux du papier à 90 jours des sociétés

de financement, par exemple, tomba d'environ 10½% à environ 8½% de décembre à janvier. Le taux d'escompte fut de nouveau réduit d'un demi-point à la mi-janvier et passa ainsi à 8¼%; par la suite, les taux administrés des banques et des autres institutions financières furent de nouveau abaissés et se virent ainsi portés à leur niveau le moins élevé depuis les derniers mois de 1973. Les taux de base des prêts bancaires, qui s'établissaient à 11½% vers la fin de 1974, descendirent à 9% au début de mars 1975, tandis que la rémunération des dépôts d'épargne personnelle sans droit de tirage par chèque passait de 9¼% à 6½%; sur le marché monétaire, le taux du papier à 90 jours des sociétés de financement marqua un vif recul, pour s'établir à 6¾%. Même si la croissance du revenu global demeura faible au premier trimestre de 1975, cette chute brutale du loyer de l'argent contribua à une forte accélération du rythme de croissance de l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue au cours de cette période. Comme on peut le voir au graphique de la page 33, qui retrace, d'une part, l'évolution des avoirs monétaires au sens étroit du terme, d'autre part, l'évolution de ces mêmes avoirs en pourcentage de la dépense nationale brute en dollars courants, cette accélération rapide de la croissance monétaire survenue au début de 1975 a permis de rattraper la plus grande partie du fléchissement enregistré dans le courant de l'année précédente par le rapport expansion monétaire/croissance du revenu.



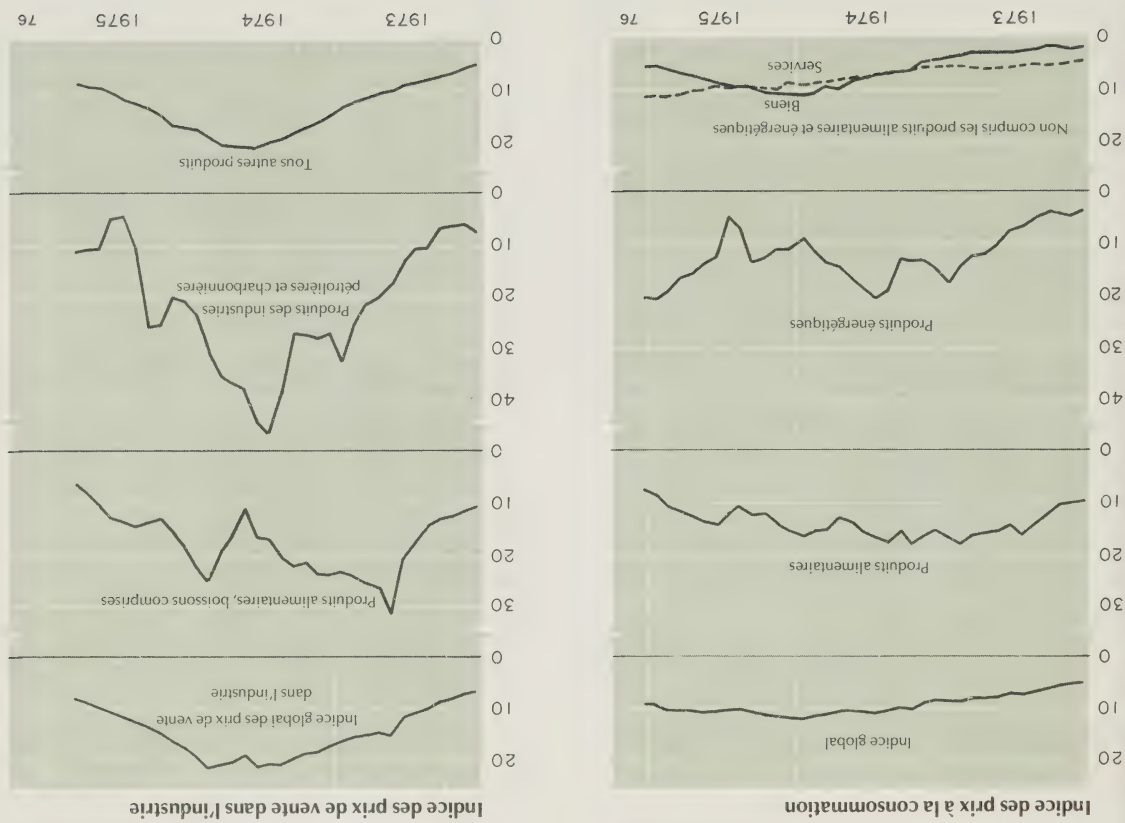


vive décélération de la hausse du prix des produits alimentaires, encore qu'au Canada ce phénomène ait été moins prononcé qu'aux États-Unis. Les produits énergétiques ont renchéri davantage qu'en 1974, sous l'influence des nouveaux ajustements apportés au prix du pétrole et du gaz naturel au Canada afin de le rapprocher des cours internationaux, mais le prix des biens autres que les produits alimen-

taires et énergétiques a accusé une avance moins rapide. Cette évolution traduit sans doute la tendance des prix des produits importés et le désir des entreprises de réduire leurs stocks. En revanche, l'augmentation du coût des services a continué de s'accélérer durant l'année. À la fin de 1975, la composante Services de l'indice des prix à la consommation était de 111½% supérieure à son niveau d'un an plus tôt.

## Taux d'accroissement des prix intérieurs

Périodes de 12 mois



Les augmentations salariales stipulées dans les nouvelles conventions collectives, qui sont l'indicateur le plus immédiat des variations des taux de rémunération, ont été encore plus élevées pendant la plus grande partie de 1975 qu'en 1974. Les accords négociés dans le cadre des principales conventions collectives signées en 1975 (abstraction faite de l'industrie de la construction) prévoient sur la durée des contrats des augmentations annuelles moyennes des taux de base de près de 17%, contre environ 14% en 1974 et moins de 10% en 1973. Si on veut tenir compte de l'incidence potentielle des clauses d'indemnité de vie chère, il faut majorer de plus d'un point les taux d'augmentation de 1975 et de 1974. Un élément nouveau en 1975 a été la hausse très considérable des augmentations accordées en vertu des nouvelles conventions collectives conclues dans le secteur non commercial. Pendant un certain nombre d'années, les taux moyens d'augmentation des salaires de base convenus dans ce secteur avaient été légèrement inférieurs à ceux du secteur commercial, mais en 1975 ils ont dépassé ce dernier d'environ 5 points. Cet écart serait moindre, tout en restant toujours appréciable, si l'on tenait compte de l'incidence des clauses d'indemnité de vie chère, plus fréquentes dans les conventions du secteur commercial que dans celles du secteur non commercial.

Il va de soi qu'on ne peut encore déceler l'effet sur les indicateurs de gains globaux des directives en matière de rémunération contenues dans le Programme de lutte contre l'inflation annoncé à la mi-octobre, vu le court laps de temps qui s'est écoulé depuis leur mise en vigueur. Les premières informations en la matière devraient en principe apparaître tout d'abord dans les statistiques relatives aux nouveaux accords salariaux. En fait, les augmentations accordées au dernier trimestre de 1975 dans le cadre de conventions collectives sont les plus faibles qui aient été concédées, depuis le milieu de 1974, au cours d'un trimestre. Toutefois, il est encore difficile de déceler dans

quelle mesure les directives en matière de rémunération peuvent avoir influé sur l'ampleur des majorations accordées à la suite de négociations collectives au cours des derniers mois de 1975.

Il n'est pas non plus possible de discuter à ce stade de l'incidence qu'ont pu avoir au cours de cette même période les directives anti-inflationnistes sur le comportement des autres types de revenu. Après avoir régressé de façon modérée tout au long de la récession, les revenus des sociétés paraissent s'être quelque peu redressés à la faveur de la relance de l'activité économique au second semestre de l'année. Le revenu comptable net des agriculteurs est, semble-t-il, resté relativement stationnaire en 1975. L'ensemble des revenus agricoles bruts a continué de s'accroître par suite de l'abondance des récoltes de grains et de la hausse de certains prix, ceux du porc et des produits laitiers par exemple, mais dans ce secteur, la progression des débours est allée de pair avec celle des recettes.

Les prix de vente à la production industrielle ainsi que les prix de gros, dont la hausse avait commencé à ralentir en 1974 sous l'influence d'un affaiblissement des prix des matières premières, ont continué en 1975 d'augmenter à un rythme plus lent. Toutefois, la hausse d'environ 9% de l'ensemble des prix de vente à la production industrielle reste élevée, comparativement à l'expérience passée. Bien que la demande ait généralement manqué de vigueur, le ralentissement des prix a été limité par le renchérissement de l'énergie et de la main-d'œuvre.

Sur la période de douze mois se terminant en décembre 1975, l'indice des prix à la consommation a marqué une avance de 9½%. Depuis le début de 1974, c'était la première fois que cet indice enregistrât, en taux annuel, une hausse de moins de 10%, et le recul par rapport au 12½% enregistré en 1974 était très appréciable. Une des principales causes de ce ralentissement du coût de la vie réside dans la

(1) Depuis janvier 1976, les statistiques de la main-d'œuvre sont le résultat d'une enquête révisée et plus complète, adoptée en 1975 et effectuée parallèlement à l'ancienne pendant une année. Le nouveau type d'enquête fournira beaucoup de nouveaux renseignements précieux sur l'évolution du marché du travail. Toutefois, vu que les données obtenues à partir du nouveau type d'enquête n'existent que depuis 1975 et que les ajustements nécessaires à l'élimination des variations saisonnières ne sont pas bien établis, il est indispensable d'interpréter les fluctuations à court terme avec beaucoup de précaution.

Si le revenu global en dollars courants a moins augmenté qu'en 1975, ce phénomène est principalement imputable à un ralentissement des revenus du travail. Il est clair que ce ralentissement tient en partie à une réduction du rythme de croissance de l'emploi. Néanmoins, le revenu du travail a continué de croître plus vite que le revenu national. Certains taux caractéristiques de rémunération ont continué d'augmenter rapidement en 1975. Si le rythme de progression de la plupart des indicateurs agrégés de l'évolution des gains moyens a diminué quelque peu au fil des mois, il est difficile de savoir si ce phénomène résulte d'une atténuation de la tendance fondamentale de ces gains ou d'autres facteurs, par exemple, d'une modification de la composition de l'emploi.

### Les revenus, les coûts et les prix

L'augmentation de la population active a eu tendance à se ralentir après le printemps de 1975, et le taux global de chômage, qui avait commencé à grimper dans les derniers mois de 1974 pour s'établir à un peu plus de 7% au cours de ce même printemps de 1975, est resté pratiquement inchangé tout le restant de l'année. Le taux de chômage désaisonnalisé a vivement fléchi en janvier 1976, mais il est difficile d'évaluer dans quelle mesure ce recul est dû à des tendances fondamentales du marché du travail.<sup>(1)</sup>

Baisse de la production par travailleur a été particulièrement marquée. Au second semestre, la productivité du travail ne s'est que légèrement redressée, la reprise conjoncturelle de la production étant allée de pair avec une nouvelle

Sur la période d'un an se terminant au printemps 1975, l'emploi a fait preuve d'une vigueur surprenante en dépit du recul de la production. Qu'un écart se manifeste entre la tendance respective de la production et de l'emploi n'a rien d'anormal en période de ralentissement conjoncturel, mais cette fois-ci la

Après avoir touché un creux au printemps, la production totale, mesurée par le produit intérieur réel, s'était accrue à la fin de 1975 de quelque 2 1/2%. La reprise a cependant été très inégale tant au point de vue régional que sectoriel. Par exemple, la mauvaise conjoncture relevée dans les industries de la forêt et de la pêche a gravement restreint l'activité économique dans la région atlantique et en Colombie-Britannique. En revanche, la progression des revenus tirés de la production des céréales et des combustibles minéraux a provoqué un essor économique dans les provinces des Prairies. D'un point de vue sectoriel, un fait marquant de cette reprise a été l'apathie dont a fait preuve la production de biens au cours de la période de reprise alors que les industries de service ont continué de croître. À la fin de l'année la production des biens autres que les produits agricoles, aggrégat de loin plus sensible à la conjoncture que l'activité du secteur des services, était encore de 7% inférieure au niveau atteint au printemps 1974. La faiblesse de la demande, spécialement en ce qui concerne les produits d'exportation, a manifestement joué un rôle prédominant en la matière, encore que l'incidence des grèves ait aussi été nettement perceptible, surtout au deuxième semestre de 1975. Les perturbations attribuables au nombre record de journées de travail perdues en 1975 n'ont nullement été circonscrites aux seules industries productrices de biens, ni au secteur privé.

### La production et l'emploi

Après avoir touché un creux au printemps, la production totale, mesurée par le produit intérieur réel, s'était accrue à la fin de 1975 de quelque 2 1/2%. La reprise a cependant été très inégale tant au point de vue régional que sectoriel. Par exemple, la mauvaise conjoncture relevée dans les industries de la forêt et de la pêche a gravement restreint l'activité économique dans la région atlantique et en Colombie-Britannique. En revanche, la progression des revenus tirés de la production des céréales et des combustibles minéraux a provoqué un essor économique dans les provinces des Prairies. D'un point de vue sectoriel, un fait marquant de cette reprise a été l'apathie dont a fait preuve la production de biens au cours de la période de reprise alors que les industries de service ont continué de croître. À la fin de l'année la production des biens autres que les produits agricoles, aggrégat de loin plus sensible à la conjoncture que l'activité du secteur des services, était encore de 7% inférieure au niveau atteint au printemps 1974. La faiblesse de la demande, spécialement en ce qui concerne les produits d'exportation, a manifestement joué un rôle prédominant en la matière, encore que l'incidence des grèves ait aussi été nettement perceptible, surtout au deuxième semestre de 1975. Les perturbations attribuables au nombre record de journées de travail perdues en 1975 n'ont nullement été circonscrites aux seules industries productrices de biens, ni au secteur privé.

Après avoir touché un creux au printemps, la production totale, mesurée par le produit intérieur réel, s'était accrue à la fin de 1975 de quelque 2 1/2%. La reprise a cependant été très inégale tant au point de vue régional que sectoriel. Par exemple, la mauvaise conjoncture relevée dans les industries de la forêt et de la pêche a gravement restreint l'activité économique dans la région atlantique et en Colombie-Britannique. En revanche, la progression des revenus tirés de la production des céréales et des combustibles minéraux a provoqué un essor économique dans les provinces des Prairies. D'un point de vue sectoriel, un fait marquant de cette reprise a été l'apathie dont a fait preuve la production de biens au cours de la période de reprise alors que les industries de service ont continué de croître. À la fin de l'année la production des biens autres que les produits agricoles, aggrégat de loin plus sensible à la conjoncture que l'activité du secteur des services, était encore de 7% inférieure au niveau atteint au printemps 1974. La faiblesse de la demande, spécialement en ce qui concerne les produits d'exportation, a manifestement joué un rôle prédominant en la matière, encore que l'incidence des grèves ait aussi été nettement perceptible, surtout au deuxième semestre de 1975. Les perturbations attribuables au nombre record de journées de travail perdues en 1975 n'ont nullement été circonscrites aux seules industries productrices de biens, ni au secteur privé.



Les décisions financières prises en 1975 tant au niveau du gouvernement fédéral qu'à celui des provinces et des municipalités se sont révélées fortement expansionnistes. Les dépenses en biens et en services, soit la portion des dépenses publiques qui est intégrée directement à la dépense nationale brute, semblent avoir augmenté moins rapidement qu'en 1974. Toutefois, à la faveur d'un nouvel accroissement important des paiements de transfert aux particuliers et de quelques allègements fiscaux consentis aux niveaux fédéral et provincial, il appert que

secteurs. capital fixe a sensiblement reculé dans les autres production d'énergie. Toutefois, la formation de immobilisations effectuées dans le secteur de la élève en raison de la vigueur manifestée par les global des dépenses d'investissements est resté semblent avoir faibli au fil des mois. Le montant ménages et à la construction de logements, et, contrairement à la consommation des enregistré qu'une croissance modérée en 1975 ments fixes à prix constants des entreprises n'ont générale des taux d'utilisation, les investisse- Traduisant l'atonie des bénéfices et la faiblesse proche de 300,000 unités.

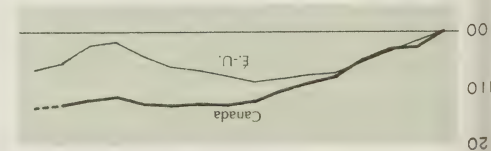
chantier se faisaient même à un taux annuel Au second semestre de 1975, les mises en tivement, et très proche des objectifs officiels. 1974 et en 1975, 220,000 et 230,000 respect- chantier d'habitations a été très semblable en second semestre. Le nombre de mises en fléchissement, a marqué une très vive reprise au 1974 et jusqu'au début de 1975 un net qui avait accusé pendant la plus grande partie de début de 1975, la construction de logements, remontée des mises en chantier enregistrées au mois plus tôt. Par ailleurs, après la forte avait été provisoirement supprimée quelques réinstauration de la taxe de vente de 7%, qui effectuées en Ontario en prévision de la mois de 1975 tient aux nombreux achats ventes de voitures constatée pendant les derniers 'année. Il est certain que la forte progression des de la demande à la sortie des modèles de

'évolution budgétaire a dans l'ensemble favorisé la croissance des revenus et de la demande intérieure. Comme les recettes fiscales ont également pâti du manque général de dynamisme de l'activité économique, il s'en est suivi un déficit sans précédent à tous les niveaux de gouvernement, d'où une augmentation appréciable de leurs besoins de financement. En termes de comptabilité nationale, la situation du secteur public est passée d'un excédent d'environ 2 milliards de dollars en 1974 à un déficit de quelque 4 milliards en 1975. La faiblesse des exportations, nonobstant le ralentissement de la croissance des importations provoqué par l'apathie dont a fait preuve durant une grande partie de l'année la demande globale, a provoqué une dégradation considérable du déficit de la balance des paiements courants par rapport à 1974. Ce déficit, qui avait alors légèrement dépassé 1½ milliard de dollars, s'est très fortement accentué tout au cours de l'année pour atteindre un taux annuel de 4 milliards pendant le dernier trimestre; durant toute l'année 1975, il s'est maintenu à environ 5 milliards de dollars en taux annuel. Cette aggravation du déficit des paiements courants est attribuable à la diminution de 2¼ milliards de dollars du solde de la balance commerciale - excédentaire en 1974 mais devenu déficitaire en 1975 - et à l'augmentation de 1 milliard de dollars du déficit au titre des services. Comme la demande est restée plus soutenue au Canada que chez nos principaux partenaires commerciaux, ce sont des facteurs d'ordre conjoncturel qui ont joué un rôle important dans cet affaiblissement de notre situation de paiements. L'évolution défavorable du poste produits énergétiques de notre balance commerciale y a aussi beaucoup contribué. L'excédent de notre balance des échanges de pétrole brut a fait place à un déficit et cette évolution n'a été que partiellement compensée par la hausse des prix à l'exportation du gaz naturel. L'accroissement du déficit au titre des services tient à un alourdissement sensible du

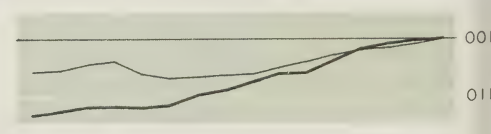


Données désaisonnalisées, 1<sup>er</sup> trim. 1972 = 100, sauf indication contraire

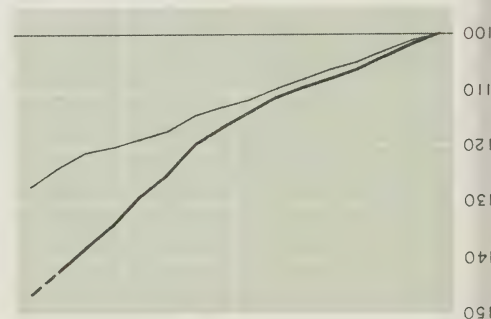
D.N.B. à prix constants



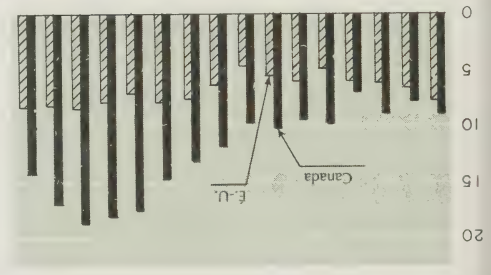
Emploi



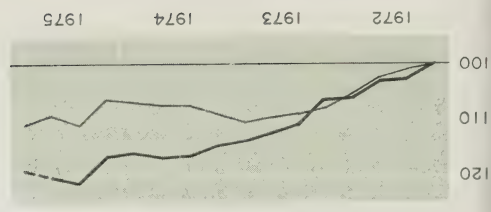
Moyenne des gains hebdomadaires



Accords salariaux (1)

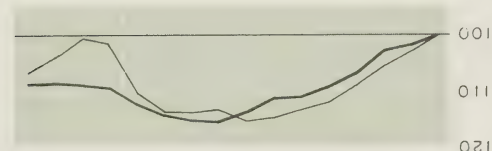


Revenu disponible réel des ménages



(1) Données non désaisonnalisées

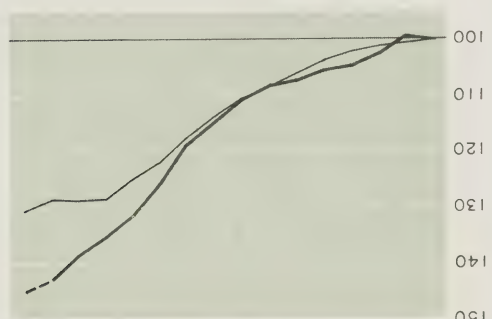
Production industrielle



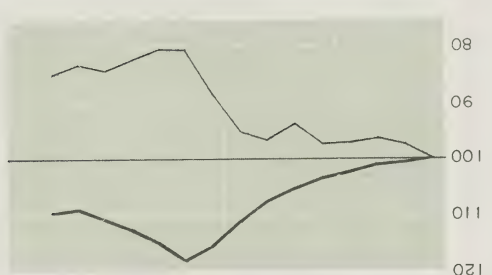
Production par travailleur



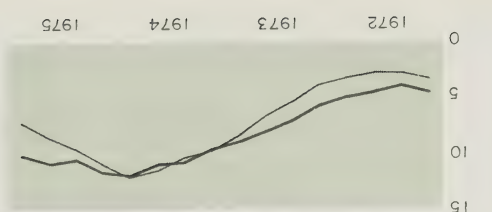
Coûts unitaires de main-d'œuvre

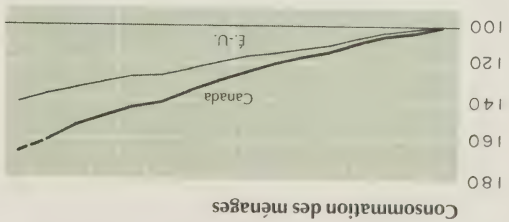


Termes de l'échange des matières premières (1)

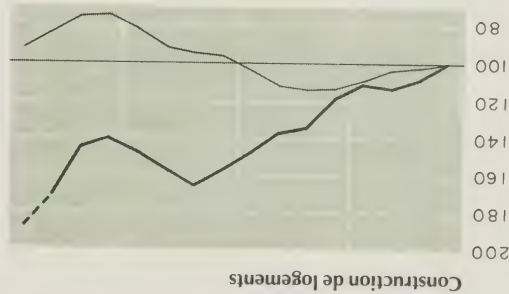


Indice des prix à la consommation

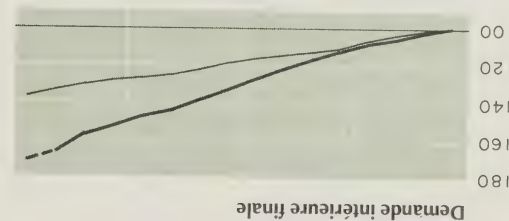




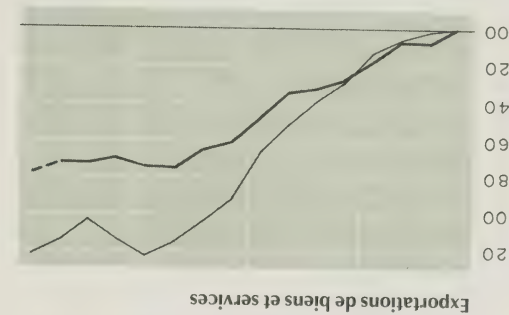
Consommation des ménages



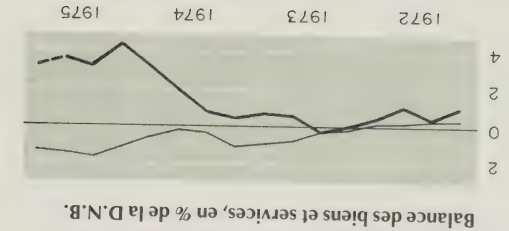
Construction de logements



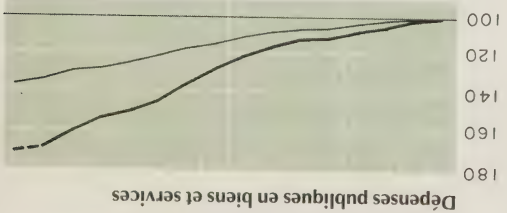
Demande intérieure finale



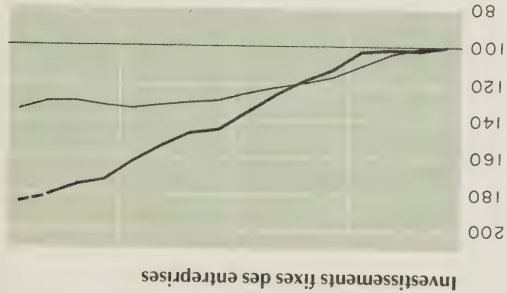
Exportations de biens et services



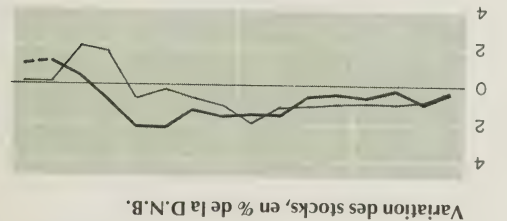
Balance des biens et services, en % de la D.N.B.



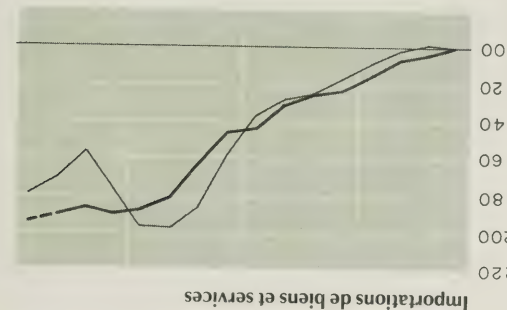
Dépenses publiques en biens et services



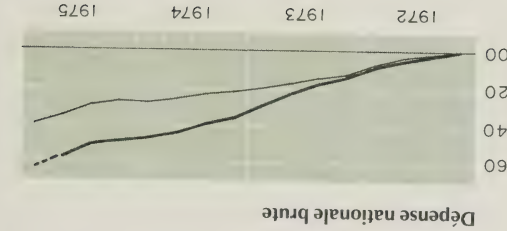
Investissements fixes des entreprises



Variation des stocks, en % de la D.N.B.



Importations de biens et services



Dépense nationale brute

plus grande aux États-Unis de la régression cyclique de la productivité de la main-d'œuvre et par les répercussions extrêmement fortes sur les prix, dans les deux pays, du boom international des matières premières et du renchérissement brutal du pétrole. En 1975, l'inflation s'est considérablement atténuée au niveau international et la production par travailleur s'est redressée davantage aux États-Unis qu'au Canada. Dans ce contexte, l'écart persistant observé entre la tendance fondamentale des coûts intérieurs dans les deux pays s'est traduit de plus en plus, à mesure que l'année progressait, par une évolution divergente des taux d'accroissement des prix.

### La demande intérieure et la demande extérieure

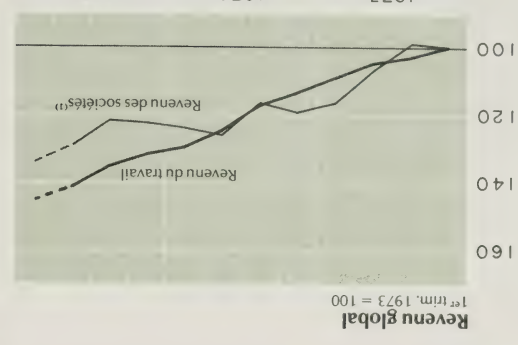
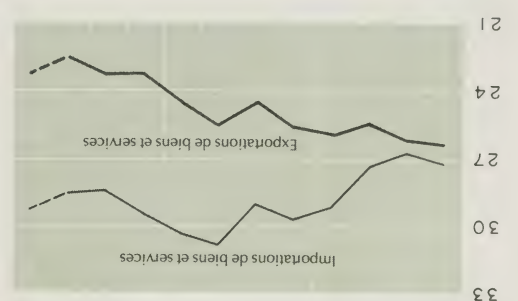
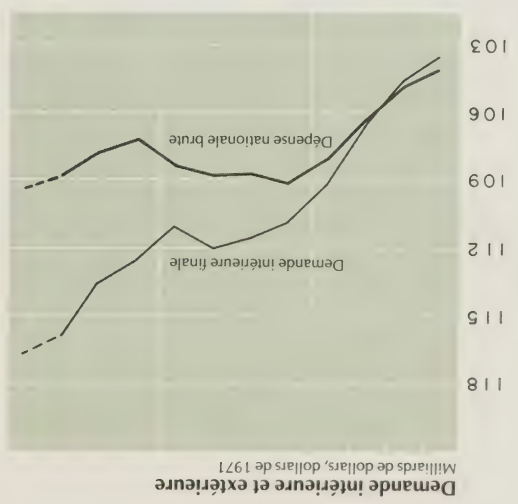
Par suite de la faiblesse de la demande à l'exportation et de la brusque vague d'ajustement des stocks, la dépense nationale brute à prix courants n'a progressé qu'à un taux annuel d'environ 7% au premier semestre de 1975, pendant le restant de l'année, par contre, elle a avancé presque deux fois plus rapidement. Au cours de cette dernière période, la demande à l'exportation s'est quelque peu améliorée et, si les stocks des entreprises ont continué de baisser, ils l'ont fait à un rythme relativement stable. La dépense intérieure finale en biens et en services s'est également accélérée, passant d'un taux annuel d'environ 12% au premier semestre de 1975 à une cadence supérieure à 15% au second.

Une reprise comparable, bien que plus modérée, a aussi caractérisé, pendant la seconde partie de l'année, la demande intérieure finale à prix constants. L'accélération enregistrée tient en partie à la vigueur de la dépense des ménages, en particulier à une flambée des achats de biens durables, notamment de véhicules automobiles et d'appareils ménagers. Les achats de voitures de tourisme ont atteint un chiffre record de près d'un million d'unités au Canada en 1975, en dépit d'une faiblesse initiale

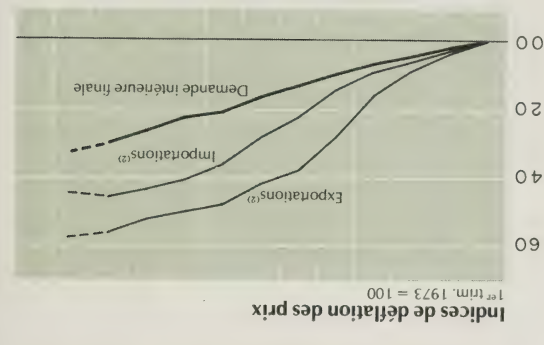
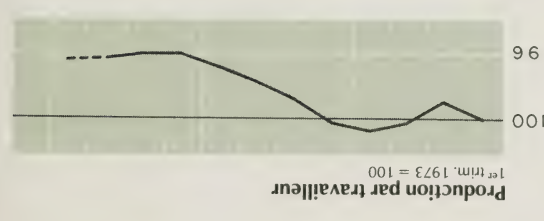
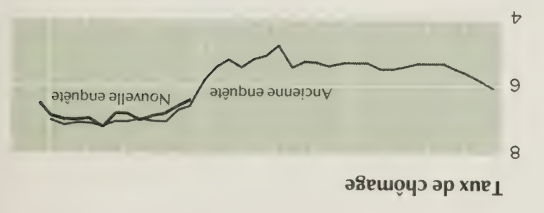
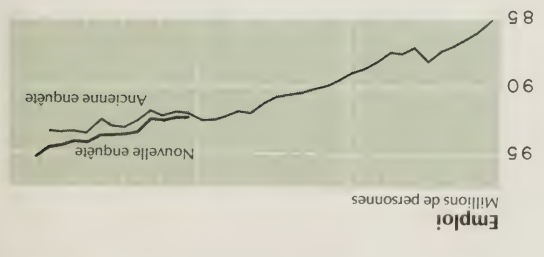
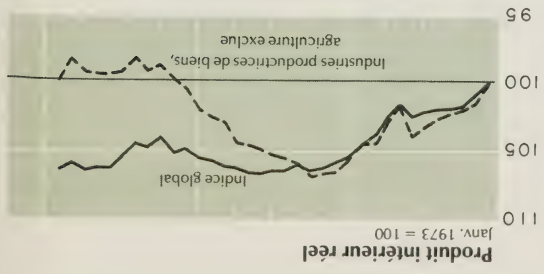
L'évolution de l'économie canadienne a, dans les grandes ressemblances qu'il s'expliquent par les liens économiques étroits unissant les deux pays de l'Amérique du Nord. Comme il a déjà été mentionné dans ce Rapport, au cours des deux dernières années, toutefois, l'évolution économique du Canada a été fort différente de celle de son voisin, tant en ce qui concerne le rythme de l'activité économique que la tenue des coûts et des prix. On trouvera un grand nombre d'exemples à l'appui de cette affirmation dans les graphiques des pages 24 et 25.

L'amplitude de la contraction cyclique et de l'expansion qui l'a suivie a été bien plus considérable aux États-Unis qu'au Canada. Du sommet atteint vers la fin de 1973 au creux établi au premier trimestre de 1975, le P.N.B. réel a chuté aux États-Unis de plus de 6½%. Au Canada, la production a commencé à régesser quelque trois mois plus tard qu'aux États-Unis et a également atteint son creux au début de 1975, mais la baisse globale n'a été que d'environ 1½%. Ce qui a surtout différencié le comportement économique des deux pays a été l'ampleur du soutien apporté par la demande intérieure finale au Canada. Dans notre pays, en effet, le volume de la dépense intérieure finale en biens et en services a continué de progresser, tandis qu'aux États-Unis il déclinait de plus de 4%. Par conséquent, la production et l'emploi se sont bien mieux maintenus au Canada, encore que la différence dans la conjoncture de la demande entre les deux pays ait également puissamment contribué à la sensible aggravation du déficit de la balance courante du Canada.

Déjà en 1974, les prix et les coûts intérieurs avaient moins subi de pressions à la hausse aux États-Unis qu'au Canada, particulièrement au chapitre des salaires. En effet, cette année-là, la progression des salaires moyens nominaux avait été à peu près deux fois moins rapide aux États-Unis que dans notre pays. Toutefois, l'incidence de cet écart sur les prix intérieurs avait alors été largement masquée par l'ampleur



(1) Bénéfices, provisions pour amortissement du capital et ajustement de réévaluation des stocks.



(2) Biens et services



Au cours des premiers mois de 1975, l'activité économique au Canada a continué de faire montre de la faiblesse qu'il avait caractérisée durant la plus grande partie de 1974 mais, à partir du printemps, elle a commencé à marquer une progression graduelle. Au moment de la rédaction de ce Rapport, on ne dispose pas encore des estimations officielles des comptes nationaux pour le quatrième trimestre. Toutefois, les renseignements disponibles donnent à penser que la production de l'année 1975 est restée, en volume, pratiquement la même que l'année précédente, et qu'elle avait de nouveau à peu près rejoint, à la fin de 1975, le sommet atteint au début de 1974.

Comparée aux phases initiales d'expansion qui ont suivi les périodes antérieures de ralentissement économique, la reprise a été modérée jusqu'ici. Elle a surtout été entravée par la lenteur du regain des exportations relativement aux périodes précédentes de relance conjoncturelle. Si aux États-Unis la demande et la production ont accusé une reprise vigoureuse au second semestre de 1975, la majorité de nos grands partenaires commerciaux d'outre-mer ont, eux, enregistré une amélioration conjoncturelle plus tardive ou moins rapide. En plus d'avoir été ainsi affecté par l'influence de la demande extérieure, le redressement du volume des exportations a été limité par des facteurs intérieurs, tels que l'amenuisement progressif et délibéré des ventes de pétrole à l'étranger et la limitation des expéditions causée par les arrêts de travail, en particulier dans l'industrie forestière. De fait, le nombre record de journées perdues en 1975 en raison de conflits de travail a, semble-t-il, freiné de façon assez généralisée le rythme de la relance économique. Contrastant avec la léthargie des exportations, la demande

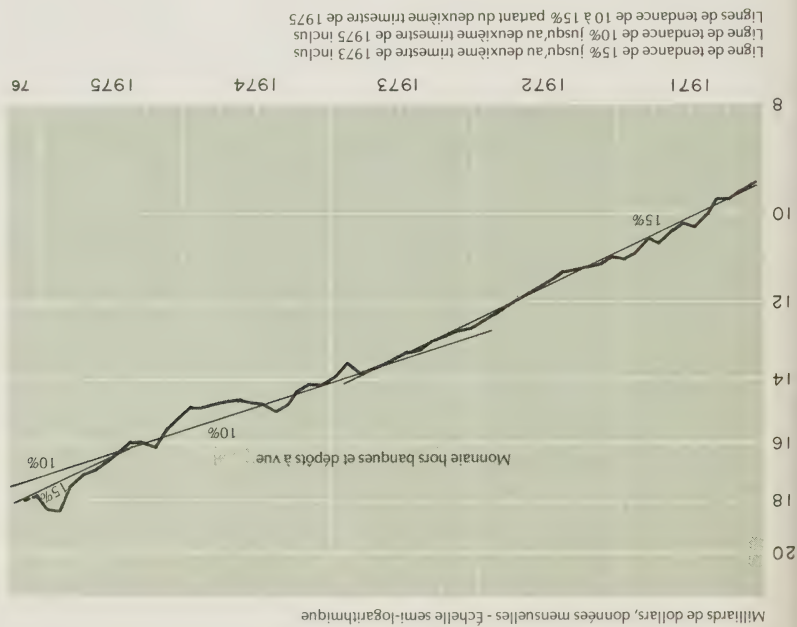
intérieure finale de biens et de services a constitué un soutien important pour l'économie tout au long de l'année 1975. Au fil des mois, l'accroissement de la demande intérieure finale à prix constants a progressivement donné lieu à une augmentation de la production, à mesure que se réduisait l'effet négatif du déstockage — effet qui avait été particulièrement prononcé durant les premiers mois de l'année. Escamotant que la demande extérieure continuera de se raffermir en 1976, et sachant qu'à la fin de 1975 les entreprises canadiennes avaient écoulé la majeure partie des stocks considérés comme excédentaires compte tenu du niveau des ventes, on peut croire que la demande extérieure et la formation des stocks soutiendront dorénavant l'activité économique, alors qu'elles avaient exercé sur celle-ci une forte influence retardatrice durant la plus grande partie de 1975.

L'indice de déflation de la dépense nationale brute qui est l'indicateur le plus global du prix de la production canadienne, a accusé une hausse légèrement moins rapide en 1975 que l'année précédente, mais toujours apparemment de l'ordre de 10%. Cette diminution du rythme global de l'inflation doit être attribuée presque entièrement à un fort ralentissement des prix extérieurs plutôt qu'à une amélioration de la tenue des coûts intérieurs. L'augmentation des prix à l'importation a nettement ralenti, passant de plus de 25% en 1974 à bien moins de 10% en 1975, et ce ralentissement a contribué plus que tout autre facteur à la réduction du taux d'accroissement des prix à la consommation. Néanmoins, par suite de la pression à la hausse des coûts intérieurs, le renchérissement des prix payés par les consommateurs canadiens a quand même atteint près de 10% en un an.



# Croissance de la masse monétaire (M1) depuis 1971

Données désaisonnalisées

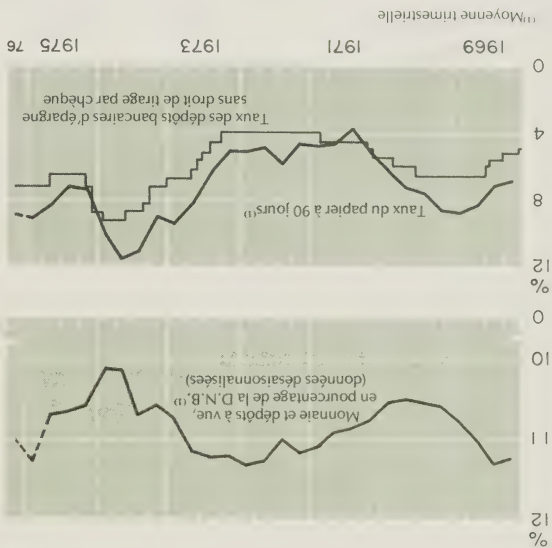


dans son optique, l'agrégat M1 devrait suivre pendant un certain temps. Ce point de vue implique notamment que de sensibles variations du taux de croissance de M1, soit en deçà, soit en delà de la fourchette visée, peuvent persister pendant un certain temps avant que de fortes mesures correctives ne soient prises. Pour autant qu'on ne laisse pas ces déviations s'accumuler sur de longues périodes, toutefois, leur incidence sur le comportement de la dépense ne risque d'avoir, selon toute vraisemblance, qu'une portée marginale.

Il convient de rappeler que l'évolution de M1 ne sera une source de renseignements utiles pour l'élaboration de la politique qu'aussi longtemps que le comportement du public, en ce qui concerne la proportion de chaque dollar de

revenu conservé pour fins de transactions, continuera d'évoluer d'une manière qui peut être prévue avec un degré de précision raisonnable. Il est possible qu'à la longue le public change d'habitudes en la matière, peut-être en réaction à l'introduction de nouvelles techniques de paiement ou de modifications profondes des différents types d'instruments financiers offerts par les institutions de dépôt et autres établissements concurrents. La Banque du Canada est consciente qu'il lui faut surveiller de près les développements de ce genre et leur incidence sur le comportement de la population.

# Rapport Monnaie hors banques et dépôts à vue/D.N.B. et évolution de quelques taux d'intérêt à court terme



Banque du Canada ne peut, dans un contexte donné, poursuivre des objectifs à court terme en matière de masse monétaire et de loyer de l'argent à court terme qui soient indépendants les uns des autres. Toute prise de position sur l'expansion de la masse monétaire en implique une autre sur celle des taux d'intérêt et vice versa. C'est pourquoi le fait d'avoir un objectif en matière de croissance de la masse monétaire donne une indication sur l'évolution approximative que devraient avoir les taux d'intérêt à court terme d'une période à l'autre.

Des considérations contradictoires interviennent dans le choix du chiffre, ou des chiffres, auxquels on essaie de stabiliser le taux tendanciel de croissance de M1 sur longue période. En période de stabilité des prix, un taux annuel de croissance de M1 de 5% ou moins serait probablement suffisant pour per-

La tendance fondamentale de l'agrégat M1, telle qu'elle est déterminée par ses éléments de base, est souvent plus ou moins masquée, particulièrement sur de brèves périodes (quelques semaines ou même quelques mois), par les répercussions de divers facteurs fortuits de courte durée. Dans certains cas, la cause de ces perturbations de courte durée est assez évidente, comme par exemple l'interruption des services postaux au printemps de 1974 et de nouveau dans les derniers mois de 1975.

De l'avis de la Banque, il ne serait pas logique de s'efforcer de supprimer les variations mensuelles de M1 résultant essentiellement de perturbations passagères de ce genre par des interventions qui occasionneraient de violentes fluctuations temporaires du loyer de l'argent. La Banque voit les choses à plus long terme et surveille la tendance fondamentale de la croissance de M1 sur des périodes de plusieurs mois plutôt que de plusieurs semaines, comparant celle-ci avec le profil de croissance que,

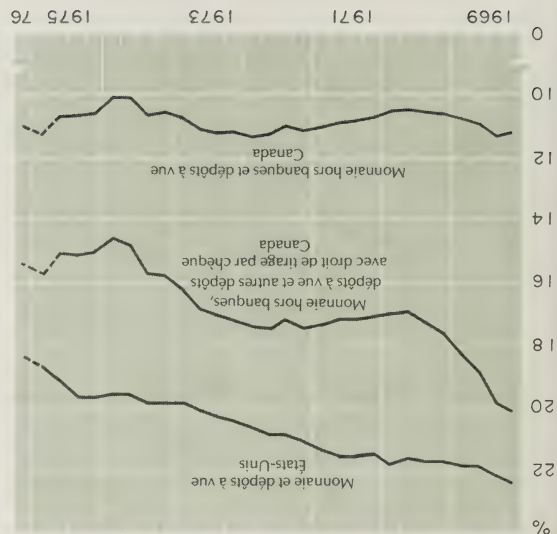
sa tendance au cours des dernières années. L'actuellement visé en la matière et par rapport à la croissance de M1 par rapport à l'objectif graphique ci-après retrace l'évolution récente de la diminution graduelle du taux de l'inflation. Le d'expansion monétaire compatible avec une après un certain temps pour obtenir un taux dans ce Rapport, il faudra abaisser ces limites considérations. Comme il a déjà été mentionné 10% par an, elle a tenu compte de toutes ces M1 en deçà de 15% mais non pas en deçà de provisoire de maintenir le taux de croissance de Canada a choisi l'an dernier comme objectif atteint récemment. Lorsque la Banque du simplement à l'inflation de continuer au rythme de 15% ou plus permettrait purement et probable qu'un taux annuel de croissance de M1 d'inflation « incorporée ». Par contre, il est texte actuel qui est caractérisé par une forte dose certainement beaucoup trop bas dans le con- son rythme tendanciel à long terme, mais serait croître, en termes réels, à un rythme proche de mettre à l'économie canadienne de continuer de



avec droit de tirage par chèque, qui atteignent des montants appréciables mais accusent une croissance relativement lente, on obtient une courbe beaucoup plus semblable à celle de M1 des États-Unis, et donc depuis quelques années un taux de croissance moins élevé que dans ce pays, comme on peut le voir sur le graphique suivant.

L'existence d'une relation moyenne plutôt stable sur longue période entre M1 et la D.N.B. au Canada ne signifie pas que leur taux de croissance respectif ne puisse pas diverger pendant un certain temps – à l'occasion de façon très marquée – sur des périodes pouvant aller jusqu'à un an ou deux. S'il en est ainsi, c'est parce que la croissance de M1 n'est pas seulement fonction de la croissance de la D.N.B. mais également des variations du niveau des taux d'intérêt à court terme.

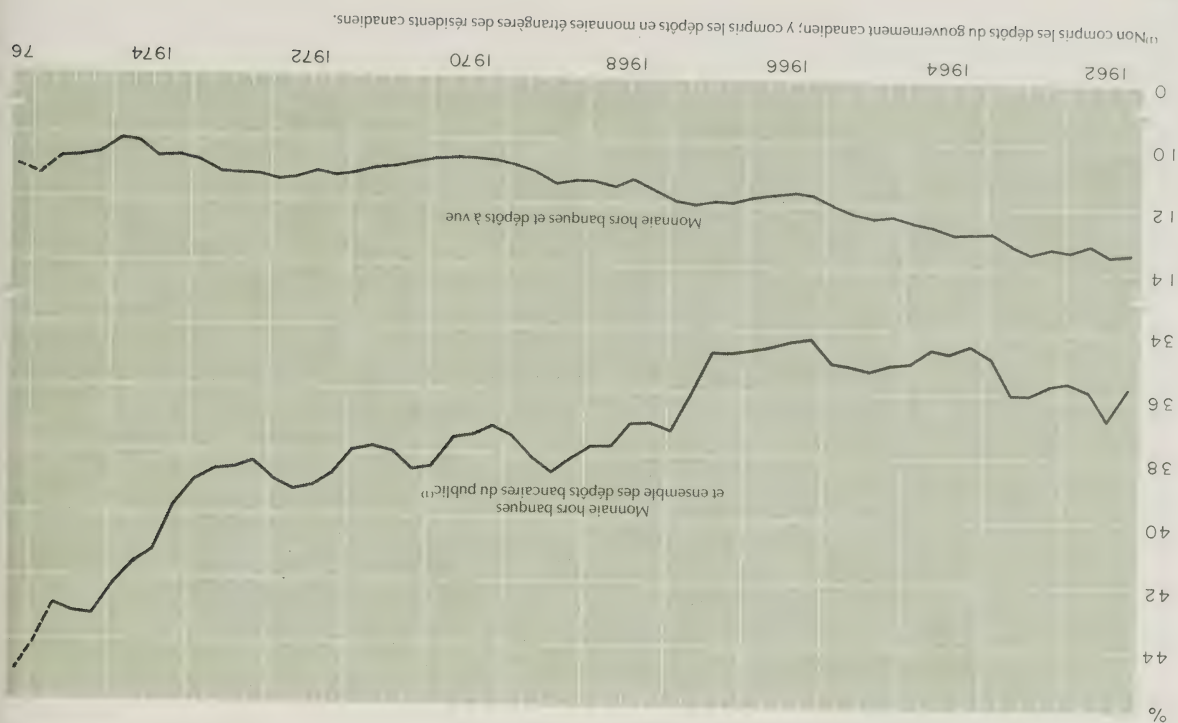
**Rapports Masse monétaire/D.N.B. : Canada et États-Unis**  
Données désaisonnalisées, moyenne trimestrielle



Toute hausse du loyer de l'argent à court terme rend plus onéreux pour le public le fait de garder de l'argent sous une forme non productive d'intérêt plutôt que de le placer dans des dépôts à terme ou dans d'autres instruments financiers assortis d'un intérêt. Il en résulte que toute hausse du loyer de l'argent à court terme entraîne un ajustement à la baisse du niveau moyen de M1 que la population est disposée à détenir pour chaque dollar de la D.N.B., tandis que toute baisse du loyer de l'argent produit l'effet contraire. Ces phénomènes pourraient également être définis comme des variations de la vitesse de circulation de la monnaie.

Ainsi, pendant les périodes de hausse des taux d'intérêt à court terme, le taux de croissance de M1 a eu tendance à amorcer un ralentissement par rapport à celui de la D.N.B., et avec le temps le rapport M1/D.N.B. a fléchi. Inversement, aux époques de baisse des taux d'intérêt à court terme, le taux de croissance de M1 en est arrivé à dépasser celui de la D.N.B. et le rapport M1/D.N.B. s'est redressé. Ce type de comportement apparaît clairement dans le graphique de la page 18.

L'existence de ces relations systématiques donne à la Banque du Canada la possibilité de déterminer le taux de croissance tendanciel de M1. Chaque Canadien est évidemment libre de fixer la proportion de ses avoirs financiers qu'il conservera sous forme de monnaie et de dépôts à vue, mais la Banque du Canada peut influencer indirectement sur ces décisions – et donc sur la tendance de M1 – du simple fait qu'elle peut, par sa gestion des réserves-encaisse, influencer le niveau des taux d'intérêt à court terme. Si le taux de croissance de M1 est trop élevé, la Banque peut appliquer une politique de réserves-encaisse plus restrictive et provoquer ainsi une hausse du taux d'intérêt à court terme, ce qui entravera la croissance de M1. Si, en revanche, la croissance de M1 est trop lente, la Banque peut assouplir son contrôle des réserves-encaisse et ainsi occasionner une baisse des taux d'intérêt à court terme, qui stimulera la croissance de M1.



Rapports Agrégats monétaires/Dépense nationale brute  
Données désaisonnalisées, moyenne trimestrielle

Le graphique suivant retrace l'évolution à partir de 1962 du rapport Masse monétaire dans un sens étroit/D.N.B., et d'un rapport Masse monétaire dans un sens large/D.N.B.

Depuis le début de la présente décennie, le rapport entre la croissance de la monnaie et des dépôts à vue (M1) et la croissance de la dépense nationale a généralement été au Canada, semblé-t-il, de près de un à un, en ce sens que, toutes autres choses restant égales, le public a eu tendance à augmenter ses avoirs en numéraire et en dépôts à vue (M1) de près de 1% chaque fois que la D.N.B. à prix courants augmentait de 1%. Le rapport M1/D.N.B. s'est tenu en moyenne à près de 11% au cours de cette période et la tendance,

On notera que l'agrégat monnaie hors banques plus dépôts à vue donne au Canada – où certains types de comptes d'épargne rémunérés sont assortis du droit de tirage par chèque – une idée moins précise des avoirs monétaires détenus par le public pour fins de transactions, que ce n'est le cas aux États-Unis, où la presque totalité des dépôts assortis du droit de tirage par chèque sont des dépôts à vue. Voilà d'ailleurs une des principales raisons pour laquelle le taux tendant-ciel de croissance de M1 est sensiblement plus élevé au Canada qu'aux États-Unis. Si on ajoute aux données canadiennes ces dépôts d'épargne

La présente section traite de quelques difficultés pratiques rencontrées dans la mise en œuvre d'une politique visant à une croissance régulière de la masse monétaire au Canada.

La première de ces difficultés réside dans la nécessité de choisir entre tous les baromètres possibles de la « masse monétaire » celui qu'il convient d'utiliser comme indicateur.

Une des solutions consiste à retenir principalement une définition étroite de la masse monétaire qui ne tienne compte que des formes de monnaie utilisées directement comme moyens de paiement, c'est-à-dire la monnaie hors banques et les dépôts à vue. Une autre solution consisterait à utiliser une définition plus large qui comprendrait, outre les éléments précités, les dépôts d'épargne et les dépôts à terme dans les banques; une formule encore plus large pourrait par exemple englober également les dépôts de même nature auprès de certaines institutions parabancaires. Aux États-Unis, le Conseil de la Réserve Fédérale s'efforce de définir ses objectifs de croissance monétaire non seulement en termes du taux d'augmentation de la monnaie et des dépôts à vue, mais également des taux correspondants de croissance d'un certain nombre d'agrégats monétaires comportant un nombre supplémentaire d'éléments. En Allemagne, en revanche, l'intérêt se porte surtout sur la base monétaire, c'est-à-dire sur l'ensemble du passif-monnaie de la banque centrale et de son passif-dépôts vis-à-vis des banques commerciales.

Il y a une certaine relation entre le taux de croissance de tous ces divers agrégats monétaires et, bien qu'ils soient tous influencés simultanément par le rythme auquel la banque centrale met des réserves-encaisse à la disposition du système bancaire pour répondre aux besoins de ce dernier, il est possible et, en fait, il arrive souvent que ces taux suivent des voies qui

s'écarteraient considérablement avec le temps. Le choix de l'agrégat monétaire à utiliser dans une économie donnée comme baromètre se ramène principalement à déterminer celui dont le comportement à la longue semble être le plus étroitement lié à la tendance de la dépense nationale et à l'évolution du loyer de l'argent à court terme. Ce choix n'a absolument rien à voir avec les diverses théories relatives aux mécanismes spécifiques par lesquels les impulsions monétaires influencent le comportement de la dépense dans l'économie.

Au Canada, le choix entre les concepts de masse monétaire au sens étroit et au sens large n'avait que peu d'importance jusqu'à la révision de 1967 de la Loi sur les banques. Depuis un certain nombre d'années, toutefois, les banques disposent d'une marge de manœuvre beaucoup plus grande que par le passé pour faire varier la rémunération offerte sur les dépôts d'épargne et sur les dépôts à terme; en même temps, le public s'est vu offrir un choix bien plus vaste d'instruments d'épargne rivaux, et ce non seulement par les banques à charte mais également par les établissements parabancaires, par les gouvernements sous forme d'obligations d'épargne et par le marché monétaire sous celle de papier. À la suite de ces changements du contexte institutionnel, il est devenu très difficile de trouver des agrégats monétaires au sens large du terme dont le comportement semble être étroitement lié à l'évolution de la dépense nationale brute (D.N.B.) ainsi qu'aux mouvements des taux d'intérêt à court terme qui sont les plus directement soumis à l'influence de la banque centrale. D'autre part, l'augmentation de la monnaie et des dépôts à vue – soit de la masse monétaire prise dans un sens étroit – a un rapport assez étroit dans le temps avec la croissance de l'indicateur de la dépense globale que constitue la D.N.B. à prix courants et avec l'évolution du loyer de l'argent à court terme.



leur valeur, beaucoup de pays continueront à considérer l'or comme un avoir qui vaut la peine d'être détenu.

Le F.M.I. retournera un sixième des avoirs en or qu'il détient aux pays membres et vendra un montant équivalent au profit des pays en voie de développement. Les profits réalisés sur les ventes d'or s'ajouteront aux contributions versées à titre volontaire par les états membres pour constituer un Fonds en fiducie destiné à accorder des prêts à des conditions de faveur aux pays à très faible revenu par habitant qui éprouvent des difficultés de balance des paiements.

L'accord s'est fait également sur la question de l'accroissement des ressources du F.M.I.; le total des quotes-parts des membres sera augmenté d'un tiers, pour s'établir à 39 milliards de D.T.S. Dans ce total, la part relative du capital détenue par l'ensemble des pays exportateurs de pétrole doublera, sans que ne diminue celle des autres pays en voie de développement. Tandis que la part des pays industrialisés sera réduite, la valeur absolue de leur quote-part augmentera. La quote-part du Canada passera de 1,100 millions à 1,357 millions de D.T.S. En attendant que soit effectué le relèvement des quotes-parts, les tranches de crédit auxquelles les pays membres ont accès seront augmentées de 45%. Le mécanisme pétrolier spécial utilisé ces deux dernières années cessera de fonctionner. Le F.M.I. a également décidé d'augmenter les facilités de crédit qu'il accorde dans le cadre du Mécanisme de financement compensatoire et d'assouplir les conditions d'octroi de ces prêts aux pays membres. En prenant ces différentes mesures et en créant le Fonds de fiducie, le F.M.I. s'est écarté encore davantage de son rôle initial, qui était d'apporter une aide temporaire aux pays ayant des problèmes de balance des paiements, pour offrir aux pays en voie de développement une assistance à plus long terme à des conditions très favorables.

Ces diverses décisions donneront lieu en cas de besoin à des amendements aux Statuts du F.M.I. qui seront soumis à l'acceptation des pays membres.



élevés sur les places étrangères, ce qui a sans aucun doute contribué à la brusque hausse du cours du dollar canadien sur le marché des

changements. Une augmentation du volume des emprunts du secteur public peut être plus aisément digérée, et ceci sans causer de pression induite à la hausse sur les taux d'intérêt et sans expansion monétaire excessive, au cours des périodes caractérisées par un fléchissement de la dépense et du financement du secteur privé. En fait, une politique fiscale fondée sur un accroissement des besoins de trésorerie à une époque de faiblesse conjoncturelle de la demande du secteur privé peut apporter une contribution importante au soutien de l'activité économique.

À partir du moment où il y a une reprise des dépenses et des demandes de crédit du secteur privé, parallèlement à un redressement de l'activité économique, les emprunts gouvernementaux deviennent moins nécessaires et les marchés peuvent moins bien les absorber. Si toutefois le volume de ces emprunts demeure élevé, il peut devenir de plus en plus difficile de satisfaire l'ensemble des demandes de crédit du secteur privé et du secteur public dans le cadre d'une expansion monétaire modérée sans qu'apparaissent de fortes pressions à la hausse sur les taux d'intérêt. Selon le niveau des taux d'intérêt à l'étranger, il peut se produire un déplacement substantiel des emprunts des secteurs public et privé vers les marchés étrangers, déplacement qui peut provoquer à son tour une hausse des taux de change, même si le compte courant de la balance des paiements enchaîne un important solde déficitaire. Un tel dégage un moment porter préjudice à une saine expansion de l'économie canadienne. On est en droit d'attendre de la Banque du Canada qu'elle veille à ne pas laisser le taux d'expansion monétaire baisser à un tel point qu'il provoque une hausse excessive des taux d'intérêt ou du cours de change. Cependant, il ne faut pas non plus s'attendre à ce que la Banque tente de régler

ces difficultés en permettant une expansion excessive de la masse monétaire, car ce ne serait que remplacer le problème par celui d'une hausse des prix et des coûts intérieurs. Il serait plus facile de s'épargner ce genre de problèmes si les gouvernements réussissaient à réduire leurs besoins de trésorerie à mesure que l'activité économique reprend dans le secteur privé.

\* \* \* \*

Les discussions sur la réforme du système monétaire international menées ces dernières années sous les auspices du Fonds Monétaire International ont abouti à un accord sur un bon nombre de points importants lors de la réunion du Comité interimaire qui s'est tenue à la fin de l'année.

L'accord conclu repose sur un nouveau système de taux de change, qui prévoit, dans le cadre des Statuts du F.M.I., des taux fixes et des taux flottants. Ainsi, la pratique de laisser le taux de change flotter adoptée par le Canada depuis 1970 sera pour la première fois expressément acceptée par les Statuts du F.M.I. Je pense qu'il y a lieu de se féliciter de l'accord réalisé sur le système de taux de change, parce que cet accord reconnaît en fait qu'une stabilité raisonnable des taux de change dépend beaucoup plus de la capacité des pays concernés à maintenir leur stabilité économique que du choix qu'ils sont appelés à faire entre un système de taux fixes et un système de taux flottants. Les deux types de politiques de change devraient être et, de fait, seront sujets à la surveillance du Fonds Monétaire International. Un accord s'est fait également sur l'abolition du prix officiel de l'or et sur la suppression du statut privilégié dont jouissait ce métal dans les transactions internationales. A long terme, le rôle de l'or dans le système monétaire international dépendra largement, à mon avis, des progrès réalisés de par le monde dans la lutte contre l'inflation. Si l'on n'a pas confiance que les monnaies de réserve et les D.T.S. conserveront

La régularisation du taux de croissance de la masse monétaire contribuera à combattre l'instabilité du taux d'expansion de la dépense globale. Si, à court terme, sous la pression de divers facteurs, la dépense nationale s'accroît plus rapidement que les avoirs monétaires, l'argent deviendra plus coûteux et plus difficile à emprunter de sorte que sociétés et particuliers seront incités à réduire leurs dépenses. De cette façon, les brèves poussées de croissance excessive seront atténuées par la régularité du taux de l'expansion monétaire. Le contraire se produira si le niveau de la dépense nationale baisse temporairement mais que la quantité d'argent continue à s'accroître suivant sa tendance à long terme. L'argent deviendra relativement plus abondant, donc moins cher et plus facile à obtenir. Tôt ou tard ceci encouragera les sociétés et les particuliers à accroître leurs dépenses à nouveau. Ainsi, un taux stable d'expansion monétaire s'accompagnera de mouvements anti-cycliques des taux d'intérêt.

Depuis quelques années, les autorités monétaires d'un nombre croissant de pays sont portées à suivre une politique de ce genre, qui a comme principal avantage d'augmenter les perspectives d'une régularisation à long terme de la tendance de la production et des prix. Dans le passé, la majorité des banques centrales s'efforçaient de prévenir les variations indésirables de la dépense nationale qu'elles estimaient susceptibles de se produire dans l'immédiat par des interventions qui occasionnaient souvent de larges fluctuations du taux de l'expansion monétaire d'une période à l'autre. Bien que devant constituer un élément stabilisateur, cette approche a souvent eu un effet inverse sur la croissance à long terme des dépenses dans l'économie. Ce phénomène s'explique par la difficulté d'établir des prévisions économiques à court terme qui soient exactes, par la longueur et par l'inégalité des retards avec lesquels se font sentir les effets de la politique monétaire, ainsi que par la difficulté de déterminer le niveau

optimal du loyer de l'argent au cours de périodes marquées par des anticipations inflationnistes. Cette approche comporte une autre difficulté qui limite son utilisation à titre d'élément stabilisateur: toute accélération du taux de croissance monétaire doit être entièrement neutralisée en temps et lieu si l'on veut éviter toute accélération à long terme du taux tendanciel de l'expansion monétaire. Une accélération de l'expansion monétaire peut sembler offrir une solution attrayante à court terme, mais comporte un danger évident, particulièrement dans un climat déjà inflationniste, puisque si elle est forte et prolongée, elle renforcera les anticipations et le comportement inflationnistes. Une décelération sans effets nocifs à court terme sur l'activité économique sera difficile à réaliser.

L'approche actuelle de la politique monétaire ne signifie évidemment pas qu'on néglige les indicateurs autres que les agrégats monétaires, mais plutôt qu'on accorde bien plus d'importance qu'auparavant à la stabilisation du taux de l'expansion monétaire. Il sera traité plus loin dans ce Rapport de certains des aspects pratiques que comporte la mise en œuvre d'une telle politique.

Nombre de facteurs autres que la politique monétaire influent sur les taux d'intérêt et sur le cours du change. Parmi les plus importants figurent les besoins de trésorerie des divers paliers de gouvernement. Le montant total d'argent frais emprunté par les gouvernements au moyen de l'émission de titres (abstraction faite des titres placés auprès du Régime de pensions du Canada et du Régime de rentes du Québec) est monté d'un peu moins de 2 milliards de dollars en 1973, à 7 milliards en 1974 et à plus de 10 milliards en 1975. Ces chiffres comprennent les placements nets à l'étranger de titres provinciaux et municipaux, qui sont passés d'environ 1/2 milliard de dollars en 1973, à 1 1/2 milliard en 1974 et à 3 1/2 milliards en 1975. Au début de 1976, les provinces ont emprunté des montants exceptionnellement



prix aussi rapide que celle recherchée par la présente ordonnance, auraient des effets trop perturbateurs sur les plans économique et social pour être considérées comme des solutions judiciaises et acceptables.

A mon avis, il est beaucoup plus sage de réduire le taux d'inflation de façon plus progressive et sur une plus longue période. Pour que tout programme de ce genre ait des chances de succès, il doit nécessairement s'appuyer fermement sur une politique de modération fiscale et monétaire, mais il faut également permettre au facteur temps d'agir sur les divers facteurs d'inflation qui sont maintenant entrainés dans notre économie.

Je suis également convaincu que dans la conjoncture actuelle au Canada, il est avantageux de renforcer la discipline financière par des mesures directes visant à freiner la hausse des prix et des revenus. Le programme de restriction des prix et revenus influence les prix principalement par le biais de ses incidences sur les divers éléments (y compris les bénéfices), qui entrent en considération dans la détermination des prix. Bien qu'il soit nécessaire de limiter l'augmentation de tous les genres de revenus, on doit reconnaître que l'efficacité du programme anti-inflationniste dépendra dans une large mesure des résultats obtenus sur le plan de la modération des hausses des salaires et des traitements, et ce pour la raison indéniable que les salaires et les traitements sont de loin la plus importante composante des prix dans notre économie. Cette approche peut permettre d'obtenir l'ajustement indispensable à un coût moindre – en termes de chômage et de perte de production – et aussi au prix de moins d'injustices, que le recours exclusif aux politiques monétaire et fiscale. Aussi mérite-t-il la collaboration de tous les secteurs de la collectivité.

Je suis heureux que le gouvernement, en dévolant son programme, ait reconnu que celui-ci ne sera couronné de succès que si l'on parvient à maintenir la croissance de la demande globale dans l'économie à un rythme

compatible avec une diminution progressive du taux d'accroissement des prix. Cette condition est indispensable non seulement pour que le programme produise l'effet recherché tant qu'il sera en vigueur, mais également pour éviter que l'inflation ne recommence aussitôt qu'il sera aboli. L'histoire des programmes de ce genre dans d'autres pays est semée d'échecs du fait que les mesures de restriction avaient été sapées à la base par des politiques fiscales et monétaires inappropriées.

J'estime que le rôle de la politique monétaire dans le contrôle de l'inflation consiste à modérer et à régulariser le rythme de l'expansion monétaire. Si le taux d'expansion monétaire doit être suffisant pour soutenir à long terme un taux satisfaisant de croissance réelle de l'économie, par contre un accroissement trop rapide de la quantité de monnaie peut éventuellement provoquer un fléchissement de la valeur de cette monnaie. Si on permet périodiquement une expansion monétaire excessive, la dévalorisation de la monnaie ira s'accroissant. C'est en fait ce qui se produit de par le monde depuis de nombreuses années. Il est grand temps de mettre un frein à ce processus destructeur et de se fixer un objectif bien précis consistant à renverser la tendance actuelle au cours des prochaines années, de façon progressive et constante.

Comme je l'ai déjà mentionné, dans le choix du pourcentage aux alentours duquel il faudrait s'efforcer de stabiliser à l'heure actuelle le taux de croissance de la masse monétaire, il faut tenir compte du taux élevé de l'inflation qui règne présentement au Canada, mais il va de soi que l'abaissement régulier du taux de croissance de la masse monétaire au cours des prochaines années devra constituer un des éléments-clés du programme visant à freiner l'inflation. J'aimerais aussi faire remarquer que la mise en œuvre d'une politique de stabilisation du taux de l'expansion monétaire exige qu'on permette aux taux d'intérêt et au taux de change de fluctuer à la hausse ou à la baisse autant que de besoin non seulement dans le cycle économique mais également sur de plus courtes périodes.

La nécessité de contrôler le rythme de l'expansion de la masse monétaire s'est traduite par le maintien des taux d'intérêt du marché monétaire à des niveaux bien plus élevés au Canada qu'aux États-Unis et, événement sans précédent, l'écart séparant les taux dans les deux pays est monté récemment aux alentours de 4 points. L'élargissement de cet écart survenu au cours des derniers mois est attribuable surtout à une chute des taux aux États-Unis. Dans le passé, la corrélation entre les mouvements du loyer de l'argent à court terme dans les deux pays était habituellement assez étroite, surtout parce que fondamentalement la conjoncture économique et financière y évoluait en général de façon assez semblable et que de nombreux liens existent entre les marchés financiers des deux pays. Ces derniers temps, cependant, le cours de l'économie canadienne a divergé de façon remarquable de celui de l'économie des États-Unis, ainsi qu'il a été mentionné précédemment. Les disparités sont enregistrées non seulement au niveau des tendances de la production, de l'emploi et des prix, mais aussi en matière de conjoncture monétaire et financière. Depuis quelque temps déjà, la demande de crédit a été relativement bien plus faible aux États-Unis que dans notre pays et la croissance de la masse monétaire chez nos voisins a été, non pas supérieure, mais inférieure aux objectifs fixés par les autorités monétaires. Dans ces circonstances, il ne faut pas s'étonner qu'il se révèle nécessaire que le loyer de l'argent à court terme au Canada soit plus élevé qu'il ne l'est habituellement par rapport aux taux pratiqués aux États-Unis, si l'on veut empêcher la masse monétaire d'accuser une expansion trop rapide. Néanmoins, on s'attendait fermement sur le marché, semble-t-il, à voir les taux d'intérêt canadiens à court terme tendre à s'ajuster aux taux américains et, de temps à autre, la Banque du Canada a été obligée de résister à cette tendance en durcissant tout particulièrement sa politique de réserves-encaisse.

\* \* \* \*

J'ai déjà fait allusion à certains aspects de la situation qui a mené à l'important programme anti-inflationniste annoncé par le gouvernement en octobre 1975. Il est indispensable, pour le bien-être à long terme de tous les Canadiens, que le pays parvienne à ralentir le rythme d'accroissement des coûts et des prix — non seulement pour des raisons de compétitivité sur le plan international, mais encore parce qu'il s'agit là d'une condition sine qua non de stabilité économique, sociale et politique. Cet objectif doit être atteint d'une façon ou d'une autre, il ne reste plus qu'à savoir comment.

Parfois, on propose en guise de solution à ce problème que la Banque du Canada réduise sur-le-champ et de façon brutale le rythme de croissance de la masse monétaire à un niveau compatible avec le taux de croissance réel et soutenable de l'économie. Une telle mesure, affirmé-t-on, permettrait de juguler rapidement l'inflation.

Le problème que pose une telle ordonnance ne réside pas dans le remède lui-même, mais dans le fait que la dose serait si forte qu'elle ferait souffrir exagérément le patient en produisant ses effets. Une telle mesure provoquerait un ralentissement marqué de la demande de biens et de services tandis que se poursuivrait l'escalade des coûts de production déjà incorporée à la structure de l'économie; ce genre de politique se solderait presque certainement par un affaiblissement extrême des marchés, par la multiplication des faillites et par une escalade du chômage. Il faut se rendre compte que le taux d'augmentation annuel des revenus nominaux moyens au Canada, qui est compatible avec une stabilité des prix, ne peut être plus élevé que le taux tendanciel d'amélioration de la productivité nationale, qui s'établit généralement aux alentours de 2% l'an; nous sommes encore bien loin de cette situation. Toutes sortes d'arrangements, y compris presque tous les accords-salariaux, reposent sur l'hypothèse de la persistance d'un certain taux d'inflation. Les tentatives visant à provoquer une stabilité des coûts et des



années précédentes) de la masse monétaire, banques et des dépôts à vue auprès des banques à charte, à un chiffre légèrement supérieur à 10% par an. Au cours de l'été, le taux d'expansion de la masse monétaire enregistrera une forte accélération. La relance économique étant apparemment en bonne voie, la Banque en vint à estimer non seulement que la masse monétaire croissait à un rythme trop rapide, mais aussi que les problèmes inflationnistes fondamentaux du Canada prenaient rapidement des proportions critiques. Elle laissa donc monter le loyer de l'argent à court terme et, début septembre, releva le taux d'escompte de trois quarts de point, le portant ainsi à 9% — ce qui constitue, comparativement aux modifications effectuées dans le passé, une mesure inhabituelle de la part de la banque centrale au début d'un redressement économique.

Au mois de novembre, la Banque du Canada fit connaître son point de vue sur la rapidité avec laquelle il convenait, étant donné les circonstances, de laisser croître la masse monétaire au Canada. À son avis, le taux tendanciel annuel de croissance de la monnaie hors banques et des dépôts à vue ne devrait pas être de moins de 10%, sans pouvoir toutefois atteindre les 15%. La Banque a également indiqué qu'il faudrait abaisser graduellement cette fourchette au cours des prochaines années si l'on voulait avoir une politique monétaire compatible avec l'objectif d'une réduction progressive du taux d'inflation.

Durant une bonne partie du dernier trimestre de 1975 et au cours des premières semaines de 1976, les statistiques de la croissance de la masse monétaire au Canada ont été fortement gonflées en raison de la grève qui paralysa les services postaux dans tout le pays. En février, lorsque les relevés statistiques donnèrent un nouveau des renseignements vraiment significatifs, il apparut que le taux fondamental de croissance de l'agrégat monnaie hors banques et dépôts à vue mesuré à partir de son niveau moyen du second trimestre de 1975 demeurait trop élevé.

Vers la fin du printemps de 1975, la vive reprise de l'expansion monétaire avait ramené le taux tendanciel de croissance (mesuré sur les deux

premiers mois de 1975.

nouvelle poussée d'expansion rapide dans les cours de la seconde moitié de 1974 fit place à une dont avait fait preuve l'expansion monétaire au banque centrale. Le ralentissement involontaire sement d'ailleurs facilité par les opérations de la demande sur les marchés du crédit — fléchissement d'un affaiblissement général des pressions de la rapide des attentes sur les marchés financiers et sement au Canada en raison d'une modification 1975, le loyer de l'argent marqua un vif fléchissement. Pendant les derniers mois de 1974 et au début de ralentissement trop brusque ou trop prolongé. pêcher que l'expansion monétaire n'accusât un modifié et il fallait cette fois s'efforcer d'em-Banque du Canada, mais le problème s'était meurait un sujet de préoccupation pour la Dans ce contexte, l'expansion monétaire de-l'avaient fait quelques mois plus tôt à l'étranger. s'estomper, à peu près de la même façon qu'elles de la demande tant d'argent et de crédit que de biens et de services commençaient enfin à devenu de plus en plus évident que les pressions Vers la fin de l'été de 1974, cependant, il était trop rapide de l'expansion monétaire.

court terme, qui à son tour avait freiné le rythme une hausse persistante du loyer de l'argent à en provenance de l'économie. Il en était résulté de plus en plus pressantes d'argent et de crédit obligée de résister avec vigueur aux demandes dépense, la Banque du Canada s'était vue expansion et sujette à d'intenses pressions de la l'activité économique au Canada étant en pleine Jusqu'à une date avancée de l'année 1974, de hausse des prix.

taux satisfaisant de croissance en termes réels bie de permettre à l'économie d'enregistrer un monétaire doit augmenter à une allure susceptible de repos sur le principe fondamental que la masse La politique monétaire du Canada continue de

mais a au contraire enregistré une forte augmentation du déficit de sa balance des paiements courants. Notre pays a souffert des mêmes facteurs qui ont affecté les autres pays exportateurs de matières premières, tandis que la relative vigueur de la demande intérieure, comparativement à celle de nos principaux partenaires commerciaux, maintenait nos importations à un haut niveau. Outre ces influences cycliques, des phénomènes de caractère plus permanent, tels que la dépendance de plus en plus marquée à l'endroit du pétrole importé et l'augmentation des paiements effectués à l'étranger au titre du service de la dette, sont venus affaiblir le compte courant de la balance des paiements. Le déficit de nos paiements courants est ainsi passé entre 1974 et 1975 d'environ 1 1/2 milliard de dollars à quelque 5 milliards, pendant que notre position concurrentielle sur les marchés internationaux continuait de se détériorer par suite de la hausse de nos coûts de production.

Il ressort de cet aperçu de la situation que depuis une trentaine de mois, l'économie canadienne a connu une évolution qui diffère de façon surprenante de celle des pays étrangers, des États-Unis en particulier. Les graphiques des pages 24 et 25 de ce Rapport illustrent bien les divergences qui existent entre le Canada et les États-Unis. Que ce soit sous le rapport de la croissance des revenus nominaux, de la production ou de l'emploi, la vigueur de l'économie canadienne n'a été égalee que dans très peu de pays. Naturellement, cette fermeté relative de la production et de l'emploi a été favorablement accueillie, mais aujourd'hui la note à payer se révèle élevée. Elle comporte une évolution nettement moins favorable des coûts et des prix intérieurs ainsi que de notre balance des paiements.

Parmi les facteurs qui ont contribué à cette évolution divergente de l'économie canadienne par rapport à celle des autres grands pays industrialisés, on peut citer le fait qu'entre la fin de 1972 et le milieu de 1974, la conjoncture

économique internationale a grandement favorisé notre pays tandis qu'elle se révélait très défavorable aux autres. Pendant cette période, la demande de denrées alimentaires et d'autres matières premières de base était très forte et les prix de ces marchandises ont monté beaucoup plus que ceux des produits manufacturés. Ce grandement les revenus des Canadiens et à intensifier le climat de très grande prospérité qui régnait dans le pays. Le fait que cette augmentation du revenu était au départ très inégalement répartie a eu pour conséquence de stimuler grandement la course entre les divers groupes de Canadiens qui voulaient tous leur part. Ainsi se trouvèrent renforcées les attentes de plus en plus optimistes des Canadiens quant au niveau de vie qu'ils pourraient atteindre. Le choc de la crise énergétique qui a éclaté dans le monde à la fin de 1973 n'a pas affecté de façon significative ces espérances des Canadiens, qui se croyaient à l'abri des conséquences d'une telle crise.

Depuis quelque temps, l'évolution des marchés internationaux est bien moins favorable au Canada, mais le changement a été progressif et n'a pas modifié d'autant les attentes de la population. La course aux augmentations démesurées des revenus nominaux a continué bien après la disparition des circonstances fortuites qui, au départ, semblaient lui donner quelque justification.

Même avec le recul, il n'est pas facile de voir maintenant comment on aurait pu empêcher l'augmentation importante mais temporaire des revenus canadiens imputable à la vague mondiale de prospérité de l'année 1973 de causer des distorsions économiques relativement importantes. Sans nul doute, une meilleure évaluation des risques d'inflation inhérents à cette situation et un peu plus de retenue sur le plan de la demande globale auraient été salutaires. Quoi qu'il en soit, le Canada doit maintenant s'atteler à la lourde tâche de remettre de l'ordre dans la structure de ses coûts et de ses prix ainsi que dans sa balance des paiements.



Au Canada, comme dans la plupart des pays industrialisés, le ralentissement de l'activité économique survenu en 1974 a fait place en 1975 à une nouvelle période d'expansion. La reprise s'est manifestée à peu près en même temps dans les grands pays industrialisés, à partir du printemps au Canada et aux États-Unis, un peu plus tôt au Japon et un peu plus tardivement en Allemagne. Quelques pays, notamment le Royaume-Uni et l'Italie, n'ont pas jusqu'à présent profité vraiment de cette relance de l'activité, mais il paraît évident que l'économie mondiale est maintenant fermement engagée dans la voie d'une reprise conjoncturelle, après avoir connu la plus sévère et la plus longue récession de l'après-guerre. Au Canada, comparativement à d'autres pays, l'ampleur de cette récession a été relativement limitée. Le P.N.B. réel y a diminué pendant cette récession d'environ 1 1/2%, contre plus de 6 1/2% aux États-Unis et de 5 1/4% en Allemagne. Le Canada et le Japon ont été les seuls grands pays industrialisés dont la production globale de biens et de services serait retournée à la fin de 1975 au niveau élevé d'avant la récession.

L'atténuation de la poussée inflationniste dans le monde constitue une autre caractéristique importante de l'année 1975. Bien que le fléchissement des cours internationaux des matières premières ait été en général très limité, ce qui surprend si on tient compte de la gravité du ralentissement économique enregistré à l'échelle mondiale, les pressions exercées par le commerce international sur les prix intérieurs se sont considérablement adoucies au cours de l'année. Sur le plan des facteurs fondamentaux, les coûts et les prix intérieurs ont commencé à afficher une bien meilleure tenue dans un bon nombre de grands pays. Il en a été ainsi tout spécialement en Allemagne, au Japon et aux États-Unis, pays qui enregistraient à la fin de 1975 une hausse des prix de l'ordre de 5 à 7%, et

une progression des traitements et des salaires apparemment conforme à l'amélioration de la tenue des prix. Dans un certain nombre d'autres pays, dont le Canada, les progrès réalisés sur ces deux fronts ont été beaucoup moins encourageants. En fait, la hausse des traitements et des salaires s'est même accélérée au Canada au début de 1975 et, au fil des mois, l'augmentation rapide des coûts a amplifié l'écart entre la tendance des prix canadiens et celle des prix étrangers. Prenant conscience des dangers inhérents à cette situation le gouvernement a rendu public à la mi-octobre un programme de lutte contre l'inflation.

Un troisième aspect de l'évolution économique en 1975 consiste en la remarquable réduction des énormes déséquilibres provoqués dans la structure du commerce mondial en 1974 par le quadruplement des prix mondiaux du pétrole et par la flambée de la demande et du prix des denrées alimentaires et des matières premières. Pour l'ensemble des pays industrialisés, le déficit des paiements courants est passé de plus de 30 milliards de dollars É.-U. en 1974 à un montant estimé à environ 5 milliards de dollars É.-U. en 1975. En contrepartie de cette amélioration de la situation des pays industrialisés, on observe une réduction, d'ampleur comparable, des excédents considérables des pays de l'O.P.E.P., qu'on peut attribuer à une diminution de leurs expéditions de pétrole et à un fort accroissement de leurs importations. Cette évolution frappante vers un meilleur équilibre des paiements internationaux n'a malheureusement pas profité aux pays les moins favorisés, qui se sont trouvés aux prises avec la double infortune d'avoir à payer un prix élevé pour leurs importations de pétrole et d'autres produits, pendant que s'affaiblissaient leurs marchés d'exportation.

Le Canada n'a pas participé avec les autres pays industrialisés au mouvement général vers un meilleur équilibre des paiements extérieurs,





## Banque du Canada

### Rapport du Gouverneur - 1975

Observations d'ordre général	7
Les aspects pratiques du contrôle monétaire	15
L'évolution économique	21
La demande intérieure et la demande extérieure	23
La production et l'emploi	27
Les revenus, les coûts et les prix	27
L'évolution de la situation financière	31
Les agrégats monétaires et les taux d'intérêt	31
Les marchés du crédit et les institutions financières	35
Les opérations de la Banque du Canada	41
Les opérations effectuées dans le cadre de la politique monétaire	41
La gestion de la dette publique	44
Les opérations sur devises étrangères	46
Tableaux en annexe	47
États financiers	57
Conseil d'administration	61
Direction et cadres	62
Agences	63



Bank of Canada • Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 27 février 1976

L'honorable Donald S. Macdonald, C.P.

Ministre des Finances

Ottawa

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de

la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur

de vous remettre ci-joint mon rapport pour

l'année 1975 ainsi qu'un état des comptes de

la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre

dernier, signé et certifié de la façon prescrite

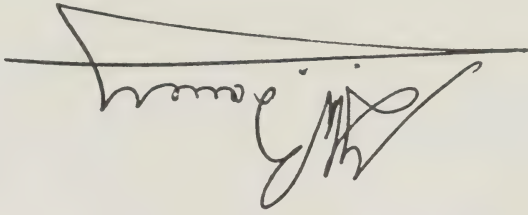
par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le

Ministre, l'expression de mes sentiments

distingués.

Le Gouverneur,





GRAHAM FORD TOWERS

M. Graham Towers, qui fut le premier Gouverneur de la Banque du Canada, est décédé le 4 décembre 1975. M. Towers remplit les fonctions de Gouverneur du 10 septembre 1934 au 31 décembre 1954. La photographie ci-dessus est une reproduction d'un portrait exposé à la Salle du Conseil d'administration de la Banque du Canada.





Banque du Canada  
245, rue Sparks  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9

Imprimé au Canada

**Banque du Canada**

**Rapport annuel du Gouverneur  
au Ministre des Finances  
et relevé de comptes pour l'année**

**1975**

91  
U73  
A55

Government  
Publications

# **Bank of Canada**



Annual report of the Governor  
to the Minister of Finance  
and statement of accounts for the year

**1976**



Bank of Canada  
245 Sparks Street  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9



Bank of Canada · Banque du Canada    Ottawa K1A 0G9

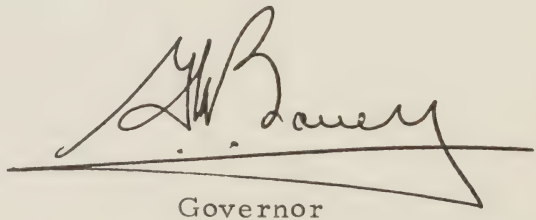
February 28th, 1977

The Hon. Donald S. Macdonald, P.C.,  
Minister of Finance,  
O t t a w a .

Dear Mr. Macdonald,

In accordance with  
the provisions of the Bank of Canada Act  
I am transmitting herewith my report for  
the year 1976 and a statement of the  
Bank's accounts for this period, signed  
and certified in the manner prescribed in  
the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read "A. B. Lawrence", is written over a horizontal line. The signature is fluid and cursive, with a long horizontal stroke extending to the right.

Governor

# Bank of Canada

## Report of the Governor - 1976

<b>General Observations</b>	5
<b>Economic Developments</b>	11
Domestic and External Demand	14
Production and Employment	16
Incomes, Costs and Prices	18
<b>Monetary and Financial Developments</b>	21
Monetary Policy and Money Growth Targets	21
The Trend of Broader Monetary Aggregates	23
Interest Rate Developments	26
Credit Flows and Financial Institutions	29
<b>Bank of Canada Operations</b>	33
Monetary Policy Operations	33
Debt Management	35
Foreign Exchange Operations	36
International Monetary Co-operation	36
<b>Appendix Tables</b>	39
<b>Financial Statements</b>	49
<b>Board of Directors</b>	53
<b>Senior Officers</b>	54
<b>Agencies</b>	55





## General Observations

---

I want to begin this Report by putting economic and financial developments in Canada during 1976 into perspective for I believe the economy's performance can be properly assessed only within a longer time-frame than a single year.

In my opinion the events of 1976 should be seen as the first part of the story of this country's struggle to recover from a severe attack of inflation, to rid itself of inflationary attitudes and behaviour, and to regain the internal economic balance required for its future prosperity.

Since the epidemic of inflation was international in scope, a similar struggle is going on in many other countries. The virulence of inflation at its peak differed considerably among countries, and there has also been much variety in the nature and vigour of the steps taken to restore stability. Some countries, notably Germany, the United States and Japan among the larger industrial countries, have already achieved considerable success, and I regard it as by no means an accident that economic prospects now appear a good deal brighter in these countries than in most. Within these countries there is continuing strong concern to avoid action that will reverse the movement towards price stability, and even within those that have done less

well it now seems to be widely accepted that a much better cost and price performance is a prerequisite for their economic and social well-being. Although the struggle in the outside world to regain cost and price stability will not be easily won, Canadians must recognize that it will continue and that the countries that do best in this respect will set the pace in international trade. This is the sort of world in which Canada will have to live.

In this country a co-ordinated national program to wind down inflation was announced in October 1975. By that time inflationary behaviour had taken a firm grip on many aspects of economic life. Public and private attitudes in Canada had gone dangerously far towards the belief that Canadian prosperity was automatically assured and that the economy could be relied upon to generate enough real income to permit a continuation of the unusually rapid increases of recent years in both private and public consumption. This was of course an illusion, but it was commonplace to see people acting as though they believed it. The situation in Canada as of October 1975 was serious indeed, and it was obvious that the road back to economic balance was going to be a rough one.

The strategy of the Canadian attack on inflation is the strategy of gradualism. It relies mainly on the management of financial policy to ensure an economic climate sufficiently competitive to discourage the inflationary pricing of labour and output. This is the heart of the program, and it is intended that it continue indefinitely. In order to speed up the required deceleration of money incomes, a system of direct controls over increases in the main forms of income was included in the program. It is intended that this element of the program be temporary.

The strategy of gradualism in winding down inflation has much to commend it. Its main advantage is that it avoids the severe economic disruption and concentrated social strain that would be involved in an all-out attack designed to produce quick results. That advantage is well worth seeking. But the price of effective gradualism is patience and persistence, and that price cannot be escaped. The struggle must go on, not for months but for years.

That, briefly, is the perspective within which the economic events of 1976 must be assessed. There is not much point in looking at them against ideal standards. By the end of 1975 the Canadian economy was much too far out of joint to warrant any realistic expectation that it could perform well by ideal standards in the years immediately ahead. The important question to ask about 1976 is – have we made reasonable progress within the strategy of gradualism? Have we made yards towards restoring the conditions essential to our future prosperity?

I believe that the short answer to that question is – yes, we have. In this sense 1976 was, despite its shortcomings, a good year.

I recognize of course that in terms of output and employment the performance of the Canadian economy in 1976 fell short of what we might in happier circumstances have expected at this point in the business cycle, or what we ought to aim to achieve if we can succeed in eliminating from our society practices that persistently push up – or prop up – costs and prices without much

regard for economic realities. Moreover, the performance of the economy was uneven from one region to another, with the levels of activity and unemployment being particularly unsatisfactory in some parts of the country. But considering the existing circumstances both within Canada and abroad – and here I am thinking of the rather subdued expansion of economic activity after the early months of 1976 in the United States and in overseas countries – the levels of output and employment in Canada as a whole were bound to be lower than one would have liked to see.

The most encouraging feature of 1976 was the slackening of the rate of price and cost inflation. It is true that the underlying trend of prices in Canada improved less than the broad price measures indicate because of various transient factors such as the striking reversal of the upward trend of food prices. But after due allowance for such factors, one can, I think, regard the trend of prices in 1976 as good in the circumstances, and “on track”.

New wage and salary settlements under major collective agreements, though still high, have moderated steadily. They have recently been averaging less than 10 per cent a year over the life of contracts, a great improvement over the average rate of around 18 per cent in the first nine months of 1975. Some welcome slowing of the high rate of increase of unit labour costs in Canada has already become apparent. Profit margins weakened sharply in 1976 but, while this development made some contribution to the easing of price inflation, it also contributed to blunting the ability and willingness to invest in plant and equipment.

\* \* \* \*

The Bank of Canada adopted the strategy of gradualism in its conduct of monetary policy some time ago. In its search for a policy guide that would help it keep the pace of monetary expansion sufficiently moderate to maintain downward pressure on the rate of inflation

without unduly hampering the growth of employment and output, the Bank began to pay increasing attention to the rate of growth of the money supply narrowly defined as currency and chartered bank demand deposits. The Bank decided that the achievement of its basic objectives would be helped by the use of an interim target for the growth of the money supply so defined. The initial target range would be set high enough to accommodate some but not all of the continuing growth in the demand for money arising out of the existing high rate of price inflation, and the target range would be adjusted periodically over time to provide for less and less financing of inflation.

The Bank of Canada began to conduct monetary policy with this emphasis on the trend of the money supply around the middle of 1975, and it has continued to do so since then. The rationale for this approach was explained at some length in last year's Annual Report and I shall not repeat it here, though some discussion of why we have paid more attention to the trend of the narrowly-defined money supply than to broader definitions appears later in this Report. As it is being practised in Canada this approach throws useful light on how the level of short-term interest rates should change from time to time to be compatible with a gradual return to monetary stability, and the Bank uses this information in the daily conduct of its affairs. It is the short-term interest rates that flow from this approach that are its cutting edge in influencing economic decisions, and their influence is in the direction of stabilizing over time – with a diminishing margin for price inflation – the trend rate of growth of total spending in the economy.

The first target range for money supply growth was a trend rate of increase of not less than 10 per cent but well below 15 per cent measured from the average level over the three months centred on May 1975. During the latter months of 1975 the money supply was temporarily greatly inflated by a prolonged postal strike, and it was not until some weeks into 1976 that the

Bank judged that the money supply figures were no longer being seriously distorted. By the end of February 1976 the Bank came to the conclusion that, with due allowance for the effects of the postal strike, the underlying trend of money supply growth was too high, and on March 5 it announced an increase in Bank Rate from 9 to 9½ per cent. This action had a pronounced initial impact on the expectations and behaviour of financial markets, and for a time the Bank had to operate vigorously to contain excessive interest rate reactions. By early April a calmer atmosphere had been restored and short-term market interest rates had fallen back into a more normal alignment with Bank Rate.

After a temporary dip in the total of currency and demand deposits early in the second quarter, the growth rate of this aggregate from the base period ran around the lower end of the Bank's then existing target range during the summer months.

In late August the Bank of Canada announced an up-dating of its target range for the growth of currency and demand deposits. The new range was from 8 per cent to 12 per cent a year measured from the three-month average level centred on March 1976. This base period was chosen because at that time the growth rate from the previous base was close to 12 per cent, roughly the mid-point of the previous range. The reduction in the upper and lower limits of the range was in accordance with the Bank's strategy of gradually moderating the rate of monetary expansion in order to encourage and consolidate the gradual reduction in Canada's inflation rate that was by then clearly underway.

By late autumn it was clear that the growth of the money supply had become unduly sluggish in relation to the Bank's targets and required corrective action. After the termination of the annual Canada Savings Bond campaign the Bank announced on November 19 a reduction of Bank Rate from 9½ to 9 per cent. On December 21 it announced a further reduction to 8½ per cent, and on January 31, 1977 another to 8 per cent.



This sequence of Bank Rate reductions and the associated decline in short-term interest rates were intended to help bring the trend of the money supply back up within the target range in due course. They also reflected the Bank's judgement that there was room for a considerable decline in short-term interest rates given the slower trend of growth in economic activity that had emerged and the progress being made in moderating inflation.

The January 1977 Bank Rate reduction was accompanied by a reduction in the minimum secondary reserve ratio required of the chartered banks from 5½ per cent to 5 per cent. In the Bank's judgement there is no need in present circumstances for the chartered banks to be required to hold secondary reserves as large as 5½ per cent of their deposit liabilities, and since a reduction in the ratio for February 1977 was manageable, it was effected.

The preceding comments on monetary policy, and those to be found later in this Report, indicate that for more than a year and a half the Bank has placed a good deal of reliance on the trend of the narrowly-defined money supply as an operating guide. In retrospect I would say that the results of this have on the whole been good. It is our intention to continue to conduct monetary policy along these lines. At the same time we recognize that this approach is based on relationships that are not as precise as one would like to see, and that it is therefore by no means devoid of problems. The relationship between the growth of money supply narrowly defined, the growth of total spending in the economy and changes in interest rates can be affected both by random influences in the short run and by gradual shifts in behaviour over longer periods. It would appear, for example, that the growth of the money supply from the recent base to the present has been somewhat less than one would have forecast on the basis of past relationships. Partly for reasons of this kind, we do not follow the money supply indicator blindly but subject our policy decisions to much broader tests, and

we shall continue to do so. While our approach is pragmatic rather than doctrinaire, we shall not relax in our determination to reduce over time the trend rate of monetary expansion in Canada to one more compatible with price and cost stability.

\* \* \* \*

If, as I believe, there are valid grounds for drawing encouragement from the degree of progress achieved during 1976 in moderating inflationary attitudes and behaviour in the Canadian economy, there are certainly no grounds in the present situation for complacency. On the contrary, we in Canada have a long way yet to go, and the path ahead does not look easy.

Recovering from a severe bout of inflation is never easy. Experience with inflation undermines the confidence of people in the fairness of economic processes and leads them to feel a need to be aggressive in the defence of their interests. It erodes that willingness to be moderate and responsible upon which free societies rest. That is why tolerance of inflationary practices is not an effective way of pursuing social goals. It is also why it is difficult to recover from an inflationary experience; confidence and moderation are qualities that grow slowly.

Our present difficulties are increased by the economic uncertainties arising out of the political strains that have developed within confederation. While I believe that these strains will ultimately be resolved in favour of keeping our country united, they are in the meantime bound to have some depressing effects on economic activity.

The performance of the economy continues to be seriously prejudiced by a relatively high rate of inflation of our costs and prices. We are still paying ourselves larger increases in money incomes than our performance as producers warrants. In recent years the average money incomes of people employed have risen much more rapidly in Canada than in the United States without there having been any greater increase in our output per worker. In this way we have become a high cost country. There is no shortage

---

of evidence that our costs have risen too rapidly to allow us to compete effectively with the United States and some other foreign suppliers in many areas where we do not have some important natural or historical advantage. And the relative deterioration in our domestic costs of production does not yet seem to have come to an end. So long as this continues there can be no stable basis for lasting growth of the employment opportunities upon which our future prosperity depends.

The consequences of our relatively high rate of domestic cost inflation are apparent in our international trade and payments. Despite the fact that our economy was not physically overloaded in 1975 and 1976 we nevertheless incurred very large deficits in our international balance of payments on current account. It is true that our exchange rate during this period reflected the efforts we were making to moderate domestic inflation, but in the circumstances the unusually large size of our current account deficits strongly suggests that we were losing jobs in Canada, and that this was basically because we had priced ourselves out of markets at home and abroad and were continuing to do so. The practice of drawing on foreign resources and increasing our foreign debt may be appropriate when we are pressed for resources because we are adding to our productive facilities at an unusually rapid rate, but to do it to supplement final consumption on the scale that we have in the last two years is to build up problems for the future. Our own interest requires that we put our external economic balance into better order.

The unsatisfactory state of our external trade and payments situation is largely a direct result of the inflation of prices and costs in Canada. It is the external manifestation of our domestic economic problem. Fundamentally, its correction requires the correction of the situation at home. For the downward movement of the exchange rate of the Canadian dollar from last November to February to lead to any lasting improvement in our competitive position, it will be necessary for us to gain better control over

our domestic prices and costs.

Since the root of our current employment and trade difficulties lies in the persistence of inflationary practices, it would be extraordinary to suppose that they could be cured by financial policies so expansionary as to encourage inflationary behaviour, or for that matter by protectionist policies. Such policies would simply make things worse.

A much more promising approach for increasing employment in Canada and correcting our foreign trade position is to continue the process begun in 1976 of moderating the rise of Canadian production costs. This means continuing to moderate the rate of increase of money incomes. It means following financial policies consistent with the strategy of gradualism.

I have referred to the fact that I am much encouraged by the lower rate of escalation of money incomes that occurred in 1976. Many factors no doubt contributed to this result. Anti-inflationary public policy has weakened the expectations of inflation and has contributed to a more competitive economic environment, making it more difficult to raise prices and making employees less inclined to press for, and employers less willing to accept, inflationary wage and salary settlements. I believe that the direct controls on income administered by the Anti-Inflation Board have been helpful in this process. The value of these controls is, at the time this Report is being written, under debate, with many voices calling for their early termination. While it will be difficult to judge the right moment and right method for lifting the controls, and we should be preparing to live without them, a major criterion for withdrawing them earlier than was originally envisaged should be whether costs and prices in Canada are likely to be lower without controls than with them. To the extent that groups in the economy are in fact looking to the ending of controls as the moment for a substantial upward push in their money incomes and prices the case for terminating the program early is weakened.



---

The economic welfare of Canadians will be further improved to the extent that the effect on costs of a moderating trend of rates of money income is supported by improvements in our national productivity, that is, in our productive efficiency. In the private sector the requirements for productivity growth include a skilled and energetic work force, competent and dynamic entrepreneurs, and the availability of capital to finance the plant and equipment needed for more efficient production. The requirements also include the prospect of sufficient profit to warrant the risks of undertaking new investments. If, for whatever reason, that prospect is denied the desired growth in efficient production will not occur.

Improvements in productivity in the public sector of the economy are equally desirable, and involve many of the same requirements.

Monetary policy has a key role to play in restoring a solid basis for sustained growth. There can be no lasting prospect of good price and cost performance if the rate of monetary expansion is excessive. I have been trying for quite some time to make it clear that the Bank of Canada fully recognizes this, and that it is unreservedly committed to act accordingly. All Canadians should base their decisions on the expectation that the longer run trend of monetary expansion in Canada will move over time towards a rate compatible with inflation-free growth of the economy. No group in the community should count on the Bank of Canada to float off its inflationary activities with a wave of monetary expansion, and it is particularly important that this point should be borne in mind when Canada enters the period of dismantling direct controls.

If Canadians continue to respond positively to the strategy of gradualism, if they act in a way that takes account of the market environment they face, the moderating trend in costs and prices will continue, the economic situation will improve, and monetary developments will reinforce the process. Less rapid inflation will reduce

borrowing requirements and the demand for money balances and will lead to lower interest rates. Reduced fears of future inflation will reinforce the decline in longer term interest rates. These developments will encourage investment in physical facilities, increased efficiency of production and increased employment in Canada. They will also encourage a correction of Canada's external payments imbalance by reducing the amount of Canadian borrowing abroad and the deficit in the current account of the balance of payments.

If, on the other hand, Canadians do not continue to respond positively to the anti-inflationary climate, things will go in the opposite direction. If there is any widespread tendency for groups in the community to push up their prices and incomes excessively in the mistaken expectation that inflation will be accommodated by monetary policy, part of the flow of spending that would otherwise have stimulated increased output and employment in the economy will necessarily be absorbed in paying these higher costs and prices. The result will be less employment either in the industries concerned or elsewhere in the economy. Thus the economic situation will deteriorate and the opportunity we now have to build a solid basis for sustained economic expansion will have been lost, perhaps for some time.

The touchstone for responsible economic policy and conduct in the years immediately ahead should thus be – will it help Canada to reduce inflation, to increase its economic efficiency and to regain its international competitiveness? The economic initiatives of all groups in the community should be judged by this standard. All groups should be expected to accept some responsibility for Canada's performance in this regard. Canada's underlying economic advantages are so great that there can be no doubt that we can earn and sustain a high and rising standard of living in a strongly competitive world if we will consider what is required and then do it.

## Economic Developments

---

Economic developments in Canada during 1976 were shaped by the hesitation that occurred in recovery abroad and by strains, uncertainties and difficult adjustments – for the most part related to inflation – at home. Nonetheless, significant gains in output and employment occurred in the early part of the year, and very substantial headway was made in gearing down the spiral of wages and prices. Wage increases came down markedly in the course of the year despite the initial difficulty of bringing settlements into conformity with the guidelines under the anti-inflation program. The economy's price performance, as measured by the Consumer Price Index, was actually better than envisaged for the first year of the program as a consequence of the unexpectedly favourable evolution of food prices. Thus Canadians, on average, obtained another sizeable increase in their real disposable

incomes. But as in the previous year this was accompanied by developments elsewhere in the economy that do not appear to be sustainable indefinitely – large budgetary deficits at the various levels of government, a sharp decline in farm income, a deterioration in the climate for private investment, and a heavy net reliance on imported goods and services financed by long-term borrowing from foreigners on an unprecedented scale. Although some cyclical reduction in the external deficit on current account did occur in 1976, the evidence on cost trends suggests that the progress made against inflation was still not sufficient to keep Canada from losing further ground in terms of its competitive position vis-à-vis its main trading partner.

Nominal GNP was still rising at an annual rate of over 15 per cent in the early part of 1976 but its

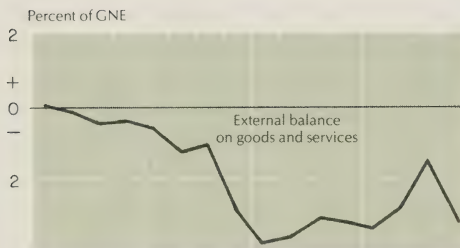
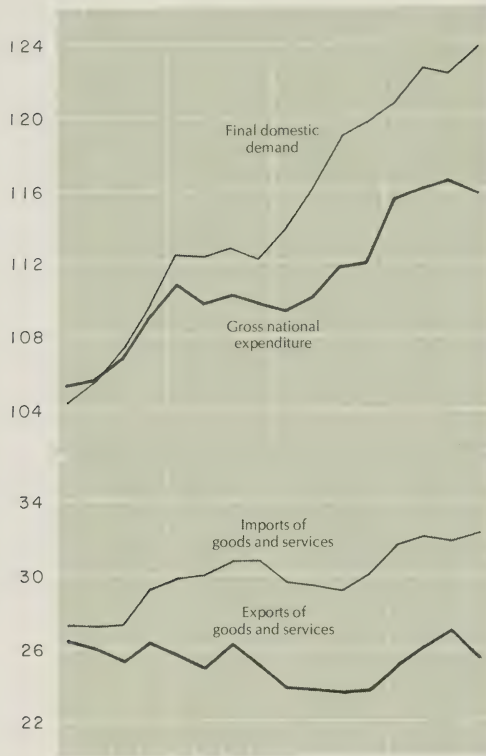


## Major Economic Indicators

Seasonally adjusted

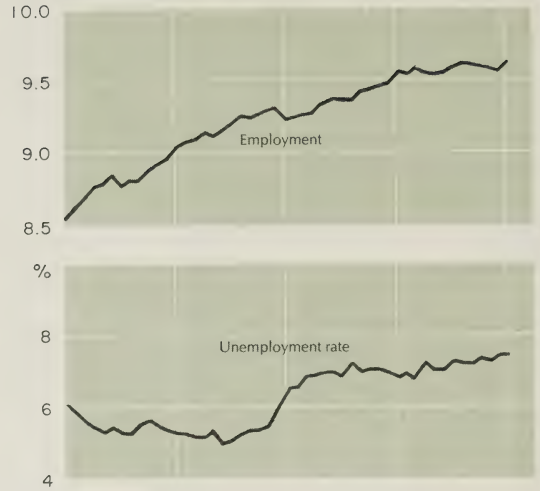
### Domestic and foreign demand

Billions of constant (1971) dollars



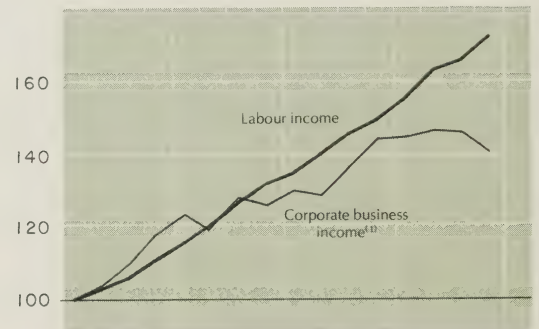
### Labour market

Millions of persons



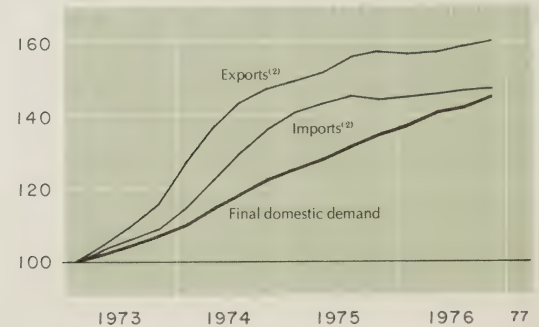
### Income aggregates

1 Q 1973 = 100



### Price deflators

1 Q 1973 = 100



<sup>(1)</sup> Corporate profits, corporate capital consumption allowances and the inventory valuation adjustment

<sup>(2)</sup> Goods and services

pace of advance had slackened by the latter part of the year to an average of under 10 per cent. Spending and output were buoyed in the first quarter by a sharp accumulation of inventories and a strike-delayed recovery in exports. Subsequently, the volume of exports rose less rapidly and then declined mainly in response to the weakening pace of recovery abroad, and domestic demand also became more subdued. In particular, business investment weakened appreciably. At the same time, however, the slowing in spending was accompanied by a clear easing of inflation. The increase in the GNE deflator, the broadest measure of Canadian prices, was less than 10 per cent for the first time since 1973. A major factor in this outcome was the special effect on food prices of exceptional agricultural supplies, together with the con-

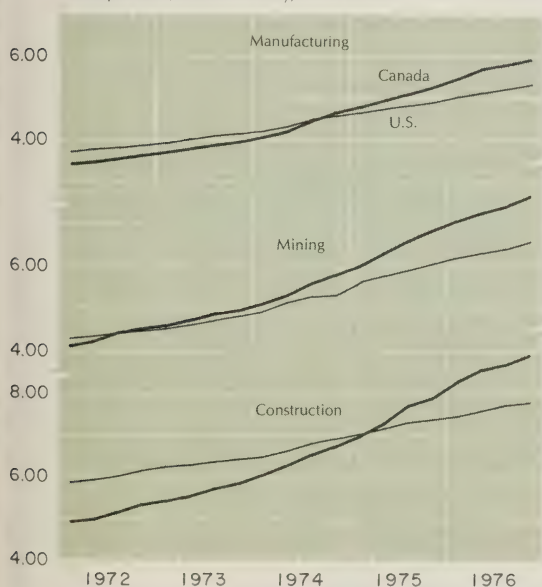
tinued moderation in export and import price trends. While the improvement in underlying domestic costs tended to be masked by large retroactive wage and salary payments, average weekly earnings did rise less rapidly in the course of 1976 than in the preceding year, and the effect on labour costs and prices was reinforced by an increase in output per worker – the first of any significance since 1973.

Despite the improving trend, labour costs in Canada still rose appreciably more in 1976 than such costs in the United States. While only an approximate indicator of international competitiveness, the sharp divergence in recent years of trends in labour costs between Canada and the United States nevertheless provides a good illustration of the more difficult relative position that has faced Canadian producers.

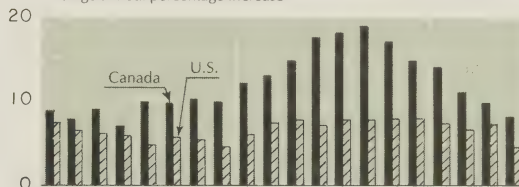
## Wage Developments: Canada-United States

Seasonally adjusted unless otherwise indicated

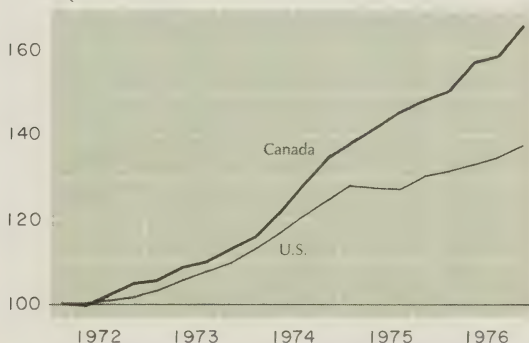
**Average hourly earnings**  
Dollars per hour (national currency)



**Wage settlements over life of contract**  
Average annual percentage increase



**Unit labour costs<sup>(1)</sup>**  
1 Q 1972 = 100



<sup>(1)</sup> Wages, salaries and supplementary labour income per unit of real GNP

## Domestic and External Demand

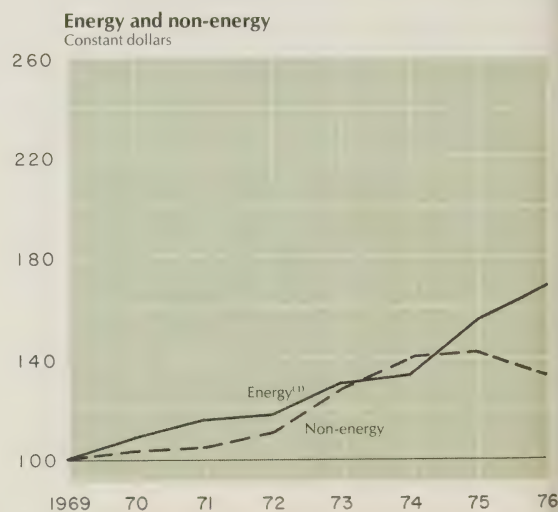
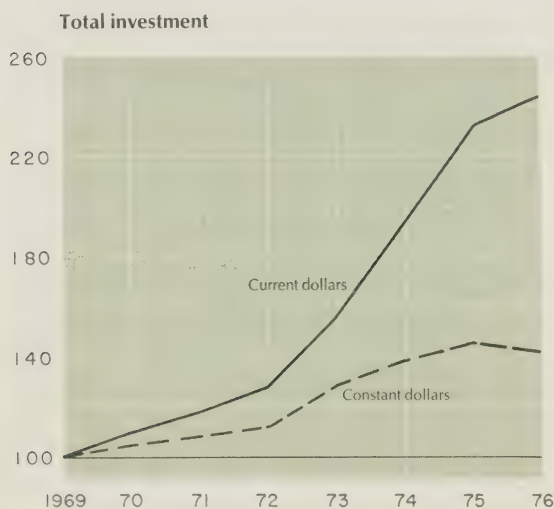
The value and volume of final domestic sales advanced during 1976 at a slower pace than in the preceding year, and less rapidly in the second half of the year than in the first. Over the four quarters of 1976 final domestic demand expanded by close to  $3\frac{1}{2}$  per cent in volume terms. The rise over this period was virtually the same as that of total real Gross National Expenditure but the path of real final domestic sales was considerably steadier.

While the advances during 1976 in real consumption and residential construction outlays were less than in the previous year, they were nevertheless greater proportionately than that of total real GNE. Although the expansion in real personal disposable income was not so large as the year before it was still  $4\frac{1}{2}$  per cent, and consumer demand was further sustained by the tendency for personal saving rates to recede from earlier peaks – perhaps reflecting the eas-

ing of inflation as well as the normal offsetting response of personal saving to short-run shifts in disposable income. The slower advance in housebuilding was more a reflection of the very steep climb in construction activity during 1975. In 1976 activity was maintained at the very high rate reached at the beginning of the year. Indeed, housing starts attained a new record of more than 270 thousand units, a considerably stronger outcome than had been generally expected, or targeted, at the beginning of the year. One important stimulative element was the range of government sponsored housebuilding programs aimed at expanding the supply of lower cost units. Furthermore, mortgage funds were in good supply throughout the year. However, by year-end there was growing doubt whether housing demand would be forthcoming on a scale sufficient to absorb smoothly the large volume of units scheduled for completion in the first part of 1977. Latterly, mortgage rates have been moving

## Business Non-residential Fixed Investment

1969 = 100



<sup>(1)</sup> Includes investment for petroleum and natural gas extraction, manufacturing of petroleum and coal products, electric utilities and pipelines.



down and there is some evidence of an easing in the prices of existing housing, possibly reflecting not only an imbalance between supply and demand but also a lessening of the relative attractiveness of real estate as an asset with the general moderation of inflation.

In the face of considerable unutilized capacity and sluggish profits, business fixed investment was weak throughout 1976 and appeared to become weaker as the year progressed. Strikes in the construction industry were at times an important element hampering investment realizations but do not appear to have been the predominant influence in determining the overall outcome. Actual dollar outlays increased somewhat in 1976, but this was more than absorbed by higher costs; the rate of fixed capital formation in real terms was lower at year-end than at the beginning. Energy-related investment, where longer run considerations are relatively important and where a large share is undertaken by government business enterprises, continued to register strength in 1976, while in other sectors, where the growth of real investment had already tapered off in 1975, capital formation underwent a sizeable decline. Investment in manufacturing activities, where competitive cost pressures have been particularly prominent, was especially weak.

Purchases of goods and services by governments, that part of public spending entering directly into GNE, rose relatively strongly during 1976 with very large increases at the provincial-municipal level. However, the rate of growth of total outlays for all levels of government was less rapid in the course of 1976, reflecting in particular a slower rise in transfers to persons, and was only slightly more rapid than the increase in nominal GNE. For the federal Government alone the increase was proportionately less than that of GNE. The national accounts position of all levels of government remained broadly unchanged in 1976 following a swing from a surplus of over \$2 billion in 1974 to a deficit of some \$4 billion in 1975. The deficit did

not increase significantly from 1975 to 1976 because in the latter year tax collections grew more strongly, in part reflecting budgetary actions.

Stronger external demand, particularly in the United States, led to a rise in export volumes in 1976 despite a sharp reduction in shipments of oil. However, this improvement was not accompanied by any major upturn in export prices. Indeed, the increase during 1976 was very small, reflecting international price developments as well as the maintenance for most of the year of a relatively high external value for the Canadian dollar. Import prices were also stable and the commodity terms of trade did not change significantly in 1976, thus holding most of the strong cumulative gain realized since 1972. Import volumes, which had declined in 1975, picked up in response to consumer rather than investment demand.

The current account deficit, after increasing sharply to \$5 billion in 1975, narrowed to about \$4¼ billion in 1976. This reduction was attributable to a cyclical swing of \$1¾ billion in the balance on merchandise trade, from a deficit in 1975 to a surplus of over \$1 billion. Close to three quarters of this improvement, however, was absorbed by the continued widening of the deficit on services. Net interest payments rose by about a half while Canadian payments for foreign travel, particularly to the United States, also increased sharply. Indeed, over the period from 1973, the combined deficit on interest, dividends and travel has increased by over \$2 billion, thus accounting for nearly half the expansion of about \$4½ billion in the current account deficit in this same period. There was a negative swing of more than \$1½ billion in the merchandise balance over this period, with a particularly weak performance for manufactured goods. Over the last three years the trade deficit for finished manufactured goods (including motor vehicles and parts) has increased by a further \$3½ billion to a level of close to \$10 billion.



## Current Account of the Balance of Payments

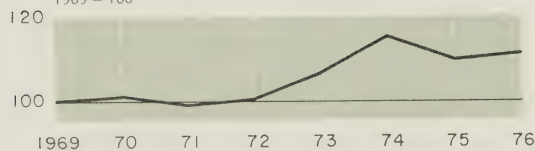
Billions of dollars unless otherwise indicated

### Merchandise trade balances



### Terms of trade

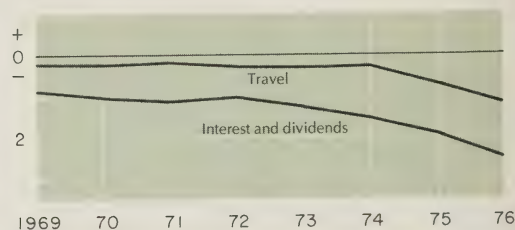
1969 = 100



### Aggregate balances



### Services balances



## Production and Employment

The cyclical upturn in the output of non-farm goods producing industries (chiefly manufacturing, construction and mining) that got underway in the autumn of 1975 continued until late spring when production in these industries regained its

previous peak of early 1974. From that time, however, an easing of demand, compounded by the effects of industrial disputes including lengthy province-wide shutdowns of construction in British Columbia and Quebec, resulted in a generally sluggish pattern for the balance of the year.

## Real Domestic Product

Seasonally adjusted, monthly



For the service sector, which accounts for approximately three fifths of total domestic output, cyclical factors are much less prominent, and while the effects of work-related stoppages were also in evidence in this sector they were not sufficiently pronounced to disrupt the profile of steady, if moderate, advance. The volume of agricultural production rose strongly in 1976, registering the largest gain for five years. Crops were generally excellent, in particular a record wheat crop was harvested, and livestock output also increased. In both instances, however, the expansion of supplies, which was a feature of the U.S. farm scene as well as the Canadian, led to downward pressure on prices and producer incomes.

Notwithstanding the stronger rise in output than during the two previous years, the growth of total employment was relatively small in 1976. Employment had been remarkably well sustained in 1974 and 1975, precluding any advance in aggregate output per person employed. Accordingly some cyclical improvement in labour productivity, as did in fact occur during 1976, seemed overdue. Weakness in employment was particularly marked among younger people, and this may also have been a factor in the decline in that age group's rate of

participation in the labour force after several years of sharp increases. Labour force growth over-all was in fact very small in 1976 – 1½ per cent for the four quarters ended with the final quarter of 1976 or less than the growth of the population of labour force age – and the total unemployment rate, which averaged just over 7 per cent, was only fractionally higher than in 1975. By year-end, however, the seasonally adjusted rate was up to 7½ per cent, and on a regional basis there were pronounced increases in measured unemployment rates in the Atlantic Provinces and Quebec, raising them still further above the national average.

The sharp rise over several years in the proportion of young persons participating in the labour force is one aspect of the major shifts in job market structure that have occurred over the last decade. Combined with the strong expansion in the share occupied by women, this has meant that adult males, who have a relatively stronger attachment to the labour market and therefore generally lower measured rates of unemployment, have been constituting a progressively smaller share of the labour force. Thus in 1966 men aged 25 years or more accounted for 55 per cent of the labour force and 43 per cent of the total reported as unemployed, but by 1976 these proportions had dropped to 48 per cent and 28 per cent, respectively.

Accordingly, while recent measured rates of unemployment are very high by historical standards, it should be noted that any single measure of unemployment that does not make allowance for changing demographic and institutional factors will not be an accurate indicator over time of the degree of slack in labour markets. In particular, it is clear that largely because of the shift in the demographic composition of the work force and the liberalization of unemployment insurance benefits in the early 1970s, the rate of measured unemployment associated with a given degree of labour market tightness is certainly considerably higher now than some years ago.

---

## Incomes, Costs and Prices

While the rise of about 12 per cent in aggregate money income (GNP) in the course of 1976 was the same as the year before, a distinct slowing occurred from the first to the second half; in the latter period the increase ran at an annual rate of under 10 per cent. A similar slowing was evident for labour income, which accounts for about three fifths of total GNP. Both corporate business income and book profits were appreciably lower by the end of 1976 than a year earlier, while the net accrued earnings of farm operators sustained another drop from the peak reached in 1974.

A special factor in the strength of labour income in 1976 was the heavy incidence of retroactive payments resulting from the delayed settlement of new wage contracts. These were particularly prominent in the Quebec public sector in the second and final quarters of the year. Since such payments properly accrue to earlier periods, their concentration in 1976 exaggerates slightly the rise in average income per worker attributable to that year. Still, even after setting aside extraordinary retroactive payments, labour income per worker in 1976 averaged close to 12 per cent more than in 1975. Short-term movements in average weekly earnings are somewhat erratic, complicating the detection of shifts in trend, but a deceleration in the rate of increase does appear to have developed in the course of 1976. In the second half of the year the rise in average weekly earnings in the private non-farm economy slowed to an annual rate of 10 per cent, the lowest rate of increase since late 1973.

A slower advance in average earnings would be expected to ensue from the pronounced downward trend that had developed earlier in the size of newly negotiated wage settlements under major collective bargaining agreements. In the first nine months of 1975 these settlements provided for average annual increases in base rates of pay over the life of contracts of 18 per cent, with first-year increases averaging 22 per cent. Since the autumn of 1975, when the

anti-inflation program was introduced, the average size of new wage settlements has diminished with each quarter. In the final quarter of 1976 the average increase over the life of contracts was slightly above 8 per cent, with a first-year adjustment of marginally under 10 per cent. Since wage settlement statistics cannot take account of the potential impact of cost-of-living clauses, they tend to understate the increase in earnings implied. However, it may be noted that a sharp deceleration is also evident in the size of wage settlements in collective agreements that do not incorporate such clauses. In the final quarter of 1976 the average increase over the life of contracts for such agreements was down to 9½ per cent.

Thus there is clear evidence that increases in money wages have been brought progressively into conformity with the guidelines being implemented by the Anti-Inflation Board. What the path of money wages, and therefore prices, would have been in the absence of controls cannot of course be established with certainty, but there is reason to believe that the increase in average wages for at least the most recent months has been smaller than would otherwise have occurred.

Part of the sluggishness in business earnings in 1976 is clearly attributable to the existence of limitations on cost passthrough and profit margins. However, the indications are that for the most part businesses were operating some distance below these limits, implying that demand and cost conditions were the critical factors restraining profits. Soft markets appear to have been particularly important in the weakness of earnings in capital goods industries. Also, the effects of industrial disputes, in terms of man-days lost running at record rates at least up to the autumn, were bound to depress profits.

As a result of the better productivity performance, the uptrend of unit labour costs appears to have moderated slightly in 1976 if allowance is made for the effect of retroactive wage and salary payments; excluding these the rise in



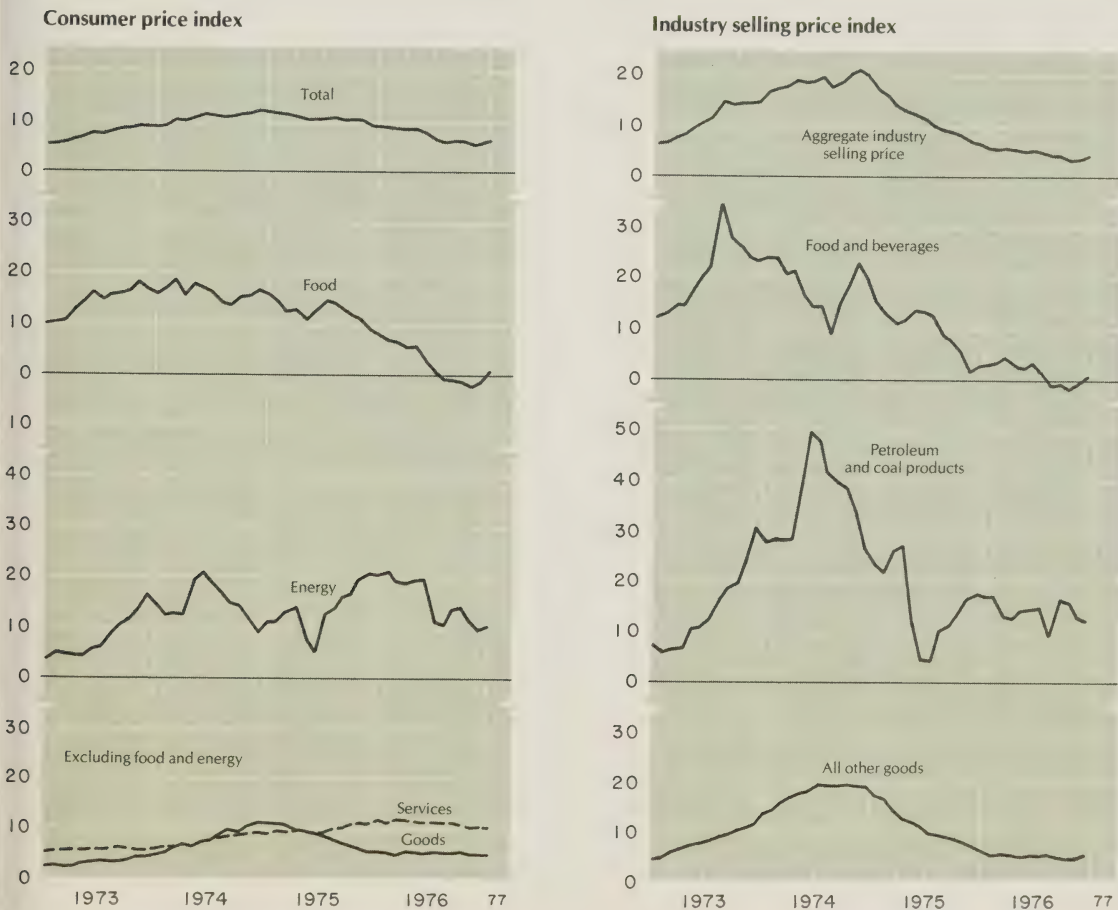
wages and salaries per unit of output over the four quarters of 1976 was 10¼ per cent compared with an advance of 11½ per cent during 1975. The major impetus to the improvement in the domestic price performance came from the special impact for consumers of exceptionally large supplies of food for the domestic market, together with the easing of the prices of internationally traded goods.

Those commodity prices that are relatively sensitive to demand conditions on balance

drifted down further in 1976. There was a brief spurt in the spring and early summer, particularly apparent in metal prices in response to expectations of a firming of world industrial demand, but in the second half of the year a further moderate decline took place. With the perceived slackening in the growth of industrial activity, metal prices tended to recede from mid-year peaks, and this coincided with weakness in meat and grain prices reflecting increased supplies. These downward pressures

### Rates of Change in Domestic Prices

Percentage change, 12 months ending





---

more than offset the strength that was evident to various degrees in other areas, notably some tropical food products and natural fibres. Prices of finished goods entering international trade also rose more slowly in 1976. In this environment, given the relative firmness of the external value of the Canadian dollar through most of the year, both export and import prices, and therefore the prices of Canadian domestic production sensitive to world trading conditions, showed relatively modest increases.

These developments exerted a dominant impact on Canadian industry selling prices which continued to show progressively smaller rates of increase during 1976. In the last quarter of the year the total index was only 4 per cent higher than a year earlier. The same forces were also very evident in the movement of consumer prices. By the end of 1976 and early 1977 the twelve month increase in the Consumer Price Index was down to approximately 6 per cent, having been as low as 5.6 per cent in the autumn. However, retail food prices were still about the same level as a year earlier, and excluding food the rise in the CPI was about  $8\frac{1}{2}$  per cent compared with  $9\frac{3}{4}$  per cent in the course of 1975. The cost to consumers of goods other than food or energy products was only  $5\frac{1}{4}$  per cent higher at the end of 1976 than a year earlier but the prices of services, where labour costs are a comparatively large component of total costs and where direct pressures from international competition are relatively weak, were still running about 11 per cent higher than twelve months before.

## Monetary and Financial Developments

---

### Monetary Policy and Money Growth Targets

For some time now Canadian monetary policy has been directed towards maintaining a rate of monetary growth sufficient to accommodate a reasonable rate of economic expansion accompanied by declining inflation. In practice the pursuit of this objective has been regarded as involving a gradual but continuing decline in the trend rate of growth of currency and chartered bank demand deposits or M1 – a definition of the money stock essentially limited to the basic forms of money used for making payments in Canada.

In the autumn of 1975 the Bank of Canada for the first time announced publicly a target range for monetary expansion. The Bank initially undertook to try to keep the trend rate of growth of M1 well below 15 per cent a year but not lower than 10 per cent a year. This target range reflected the Bank's wish to avoid too sudden or drastic a reduction in the rate of monetary expansion. The moderate nature of this initial

target is illustrated by the fact that an annual rate of money expansion no higher than 4 to 5 per cent would probably be adequate to accommodate the long-term average rate of growth of output in Canada if there were no inflation.

On the basis of past relationships, monetary growth at about the mid-point of the target range – say 12 per cent a year – was judged to be sufficient to accommodate a continuing rate of growth in the dollar value of national income of roughly 13 to 14 per cent at unchanged interest rates. Whether or not a flow of aggregate spending of this magnitude would in fact generate a satisfactory rate of growth of output and employment would depend essentially on the behaviour of wages and prices. If increases in wage costs and prices continued at undiminished rates, the level of aggregate spending would tend to be higher than could be accommodated by the growth of money at the target rate and interest rates would have to rise. In these circumstances higher interest rates would

## Money Supply and Target Growth Rates

Seasonally adjusted

**Currency and demand deposits**  
Billions of dollars, monthly - Ratio scale



tend to restrain the growth of spending and thereby moderate the rate of price increase. To the extent that existing rates of wage and price increase slackened, however, interest rates would not have to rise; indeed, if progress in reducing inflation were sufficiently rapid, they would decline, and production and employment would be encouraged to grow more rapidly.

What actually happened over the period from the second quarter of 1975 to the first quarter of 1976 was that the dollar value of GNE rose at an annual rate of more than 17½ per cent. Under these conditions the public's desired holdings of currency and demand deposits also rose very strongly and throughout the period there was a persistent tendency for the growth rate of the money supply to exceed the upper limit of the Bank's target range. The action taken by the Bank to counteract this tendency consisted of two successive upward adjustments of the level of short-term interest rates in Canada - the first early in September 1975 and the second early in March 1976.

During the second quarter of 1976 the growth rate of the money supply slowed abruptly, and this brought its trend rate of increase since the base period down from around 15 per cent a year to around 10 per cent a year, the lower limit of the then existing target range, where it remained through the summer months. In part this slower growth of the money supply reflected the fact that after the first quarter the rapid rate of increase in the dollar value of GNE also slowed down considerably through to the end of the year.

The downward revision of the Bank's monetary growth target announced in August envisaged a trend rate of growth of currency and demand deposits, measured from a base period level centred on March 1976, of between 8 per cent and 12 per cent a year. This revised target reflected the judgement that if past relationships continued, M1 growth in this range would be consistent with reasonable growth of real output together with a continuing decline in the rate of inflation.

Shortly after the announcement of this new target range it became apparent that the actual path of M1 growth was running below the lower limit of the range and this trend persisted through the balance of the year. Although the slowing of the growth of M1 during the latter part of 1976 was somewhat more pronounced than could be attributed solely to the weakening economic situation, there was no doubt that some corrective action was needed. This action took the form of three successive downward adjustments of short-term interest rates in November and December 1976 and in February 1977. As of late February it was still much too early for these interest rate reductions to have had their full impact in raising the trend of money supply growth more closely into line with the Bank's economic objectives. The growth of M1 from the March 1976 base period to January 1977 amounted to an annual rate of 6 per cent; a preliminary estimate of the level of M1 for February is somewhat closer to the target range.

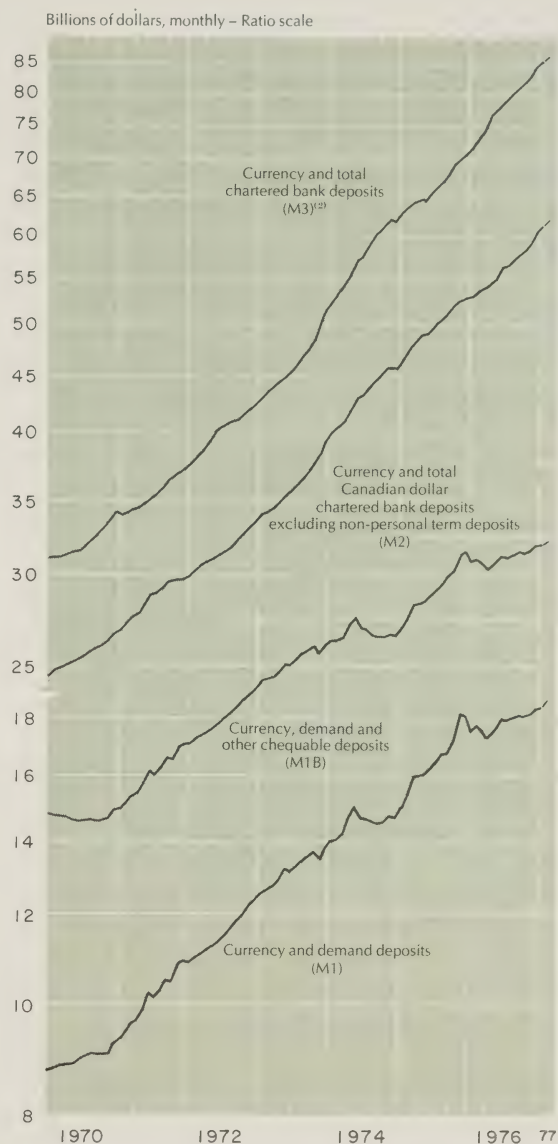
Given the levels of GNE and short-term interest rates recorded over the course of the year, the demand deposit component of the M1 series displayed a growing tendency during 1976 to fall somewhat short of the levels that might have been expected on the basis of our knowledge of past relationships. A similar tendency has been apparent for some time in the behaviour of demand deposits in the United States. There is thus some reason to suspect that the average amount of demand deposits per dollar of income that the public finds it convenient to hold for transactions purposes may have been declining a bit faster recently than it was in earlier years. Although the reasons for this are not entirely clear at this time, the inference is that the recent shortfall of M1 below target may be of less economic significance than a literal reading of the figures would suggest. In the months ahead the Bank of Canada will be watching carefully to see whether this tendency appears to be a continuing phenomenon or merely a transient aberration. If this faster than usual decline in desired money balances per dollar of income reflects a lasting change in the public's money-holding habits, the changed relationship to income will have to be taken into account in setting future targets for monetary expansion.

### The Trend of Broader Monetary Aggregates

The behaviour of the broader measures of the money supply that include savings and time deposits at chartered banks in addition to currency and demand deposits was in marked contrast to that of M1 during 1976. The growth rates of these more broadly-defined monetary aggregates were not only a great deal higher than that of M1 but they also showed little if any deceleration over the course of the year. The growth of three more inclusive monetary aggregates is compared with that of M1 during recent years in the accompanying chart. It will be immediately apparent that the addition of chequable savings deposits at chartered banks to M1 balances (in a monetary aggregate labelled M1B)

### Currency Outside Banks and Chartered Bank Deposits Held by the Public<sup>(1)</sup>

Seasonally adjusted



<sup>(1)</sup> Excludes deposits held by the Government of Canada

<sup>(2)</sup> Includes foreign currency deposits held by Canadian residents



---

merely lowers the trend rate of increase of the "money supply" without significantly changing its growth pattern over time. The further inclusion, however, of all other types of savings and term deposits at chartered banks in an aggregate (labelled M3) greatly changes the picture. The trend rate of increase of this broad aggregate is not only very much higher than that of M1 but its pattern of growth over time is also quite different. An intermediate definition of money labelled M2, which includes all chartered bank personal savings deposits as well as currency and demand deposits but which excludes non-personal term deposits, displays much the same behaviour over time as the broadest aggregate.

To highlight the very different behaviour of the two main components of broadly-defined monetary aggregates, the ratio of chartered bank savings and term deposits to Gross National Expenditure is contrasted with a similar ratio for chequable deposits over the past seven years in the chart on page 25. There are two striking features of the comparison. The first is the strongly rising trend over time of the public's holdings per dollar of GNE of savings and term deposits, the interest rates on which have been set at levels designed to keep them more or less competitive with the rates available on alternative money market instruments. This is in marked contrast with the downward trend, per dollar of GNE, of the public's holdings of chequable deposits, on which the interest return has been typically either zero or relatively low and seldom changed. The inference is that as incomes have risen over this period most people wished to hold a larger proportion of their income in the form of interest-earning deposits.

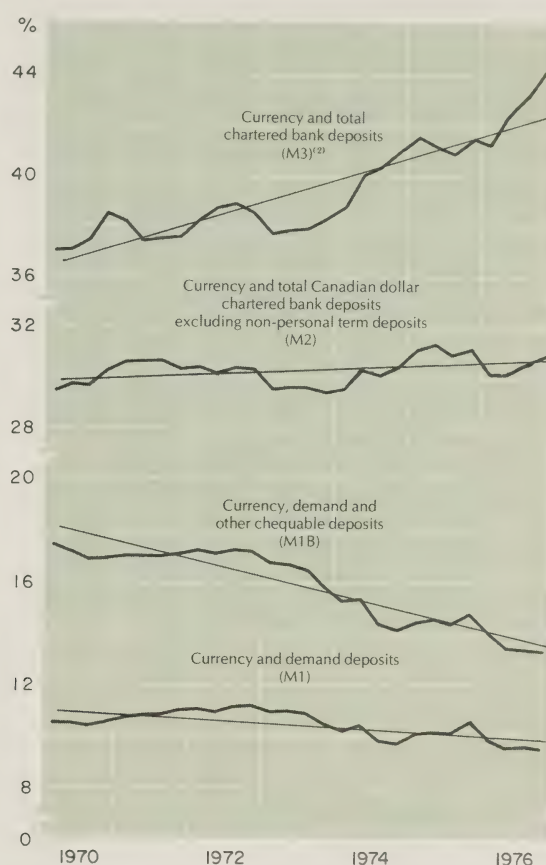
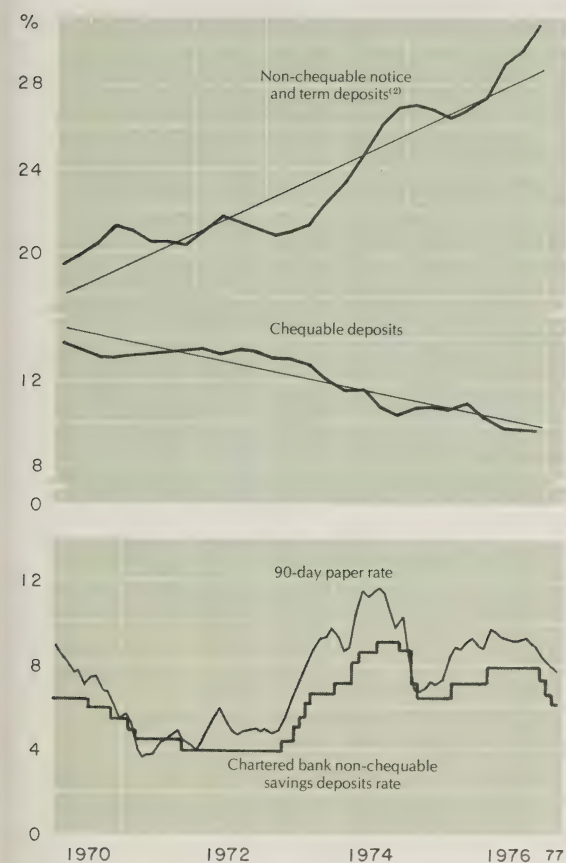
The second feature is the marked divergence during the period in the way holdings of these two categories of monetary claims have varied in the short-run around their longer run trends, a divergence that clearly has been related to their very different responses to movements in the general level of short-term interest rates. When the general level of interest rates has been rising,

the public has been prepared to reduce its holdings per dollar of income of low-yielding chequable deposits more rapidly than usual in order to take advantage of the higher return available on other interest-earning financial claims. The banks have usually been faced with an accelerating demand for loans in periods of rising interest rates and have responded to slackening inflows of chequable deposit money by stepping up their efforts to attract inflows of higher cost savings and term deposits. In the process the banks have tended to bid up the interest rates they were prepared to pay for deposit money. The public has been induced by these attractive bank deposit rates to increase its holdings of chartered bank savings and term deposits per dollar of income at the expense of both transactions balances and holdings of other forms of liquid financial claims. Although the rapidly rising cost of deposit money has been largely passed along to bank borrowers, the process typically seems to have resulted in a temporary expansion of the banks' share of the total market for credit. When the general level of interest rates has been moving downward these trends have been reversed. The banks became less eager to attract high-cost deposit money and offered less competitive rates on savings and term accounts. The public's response was to increase its holdings of liquid financial claims issued by others and also to be less concerned by the interest returns foregone in holding transactions balances per dollar of income larger than they otherwise would to meet their immediate needs for effecting payments.

The outcome of these conflicting short-run influences on deposit growth has been reflected in the behaviour of the broader monetary aggregates which, unlike M1, normally have grown at somewhat higher rates than that of GNE and typically have grown even faster during periods of generally rising interest rates. In view of the rate at which the money value of national income was increasing during 1976 despite a weakening economy, and given the interest rate

# Chartered Bank Deposits and Monetary Aggregates<sup>(1)</sup> as a Ratio of GNE

Seasonally adjusted, quarterly averages except for interest rates



<sup>(1)</sup> Excludes deposits held by the Government of Canada  
<sup>(2)</sup> Includes foreign currency deposits held by Canadian residents

increases on bank deposits that occurred in September 1975 and March 1976, it should not be too surprising that the broadly-defined monetary aggregates continued to grow at rates well in excess of 15 per cent a year during most of 1976.

The fact that the more broadly-defined aggregates are composites of several distinct kinds of monetary claims that respond in substantially different ways to changes in income and interest rate levels means that their behaviour is relatively complicated both to interpret and to predict.

---

So far the Bank has not found it feasible to make much use of these broader aggregates as operating guides for monetary policy and has found them much less useful than the simpler aggregate, currency and demand deposits.

### Interest Rate Developments

During the winter and early spring of 1976, interest rates were affected by two opposing forces: a declining trend in interest rates in the United States and the restraining pressure of Bank of Canada actions to moderate the strong demand for money and credit. An initial decline in short-term interest rates was reversed by early February and rates began to increase under pressure from Bank of Canada operations. This move to higher rates was reinforced in early March by an increase in the Bank Rate from 9 to 9½ per cent on March 8.

Following the Bank Rate change there was an upward adjustment in the lending and borrowing rates of financial institutions. The chartered banks' prime lending rates were increased by ½ of a percentage point to 10¼ per cent while the rates paid on non-chequable savings accounts were raised, eventually by ¾ of a percentage point, to 8 per cent. As a result there was some narrowing of the interest rate margins on which the banks operate. Mortgage rates and the rates paid on personal term deposits, including trust company guaranteed investment certificates, also increased but not as much as other institutional interest rates.

The demand for bank loans was rather strong in this period; businesses in particular needed to finance the large first quarter accumulation of inventories. The chartered banks responded to the strong loan demand and to their rapidly diminishing liquidity by bidding vigorously for large non-personal term deposits. The rates on these deposits increased by almost a full percentage point to as high as 10¼ per cent and in the process pushed short-term market interest rates sharply higher. The reduced attractiveness of commercial paper rates caused borrowers in

that market to fall back on their lines of credit at the chartered banks thereby increasing still further the demand for bank loans and raising expectations of another increase in prime rates. For a time Bank of Canada operations were directed towards resisting this rise in market interest rates. By the second week in April, however, this resistance had taken effect and chartered bank term deposit rates for large blocks of funds fell back to about 9¾ per cent, with other short-term interest rates following.

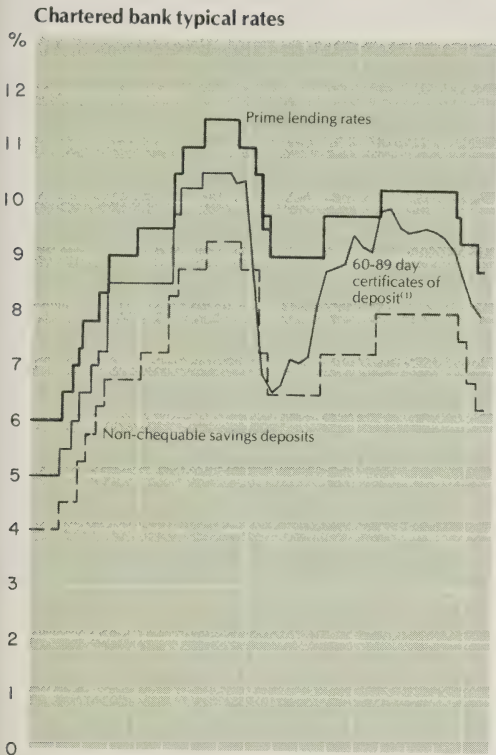
The movement to higher levels of short-term rates in the early months of 1976 brought to a halt a downward trend in long-term bond yields, which by February had fallen about ½ of a percentage point from the 1975 peak. The increase in the Bank Rate and the expectations of further increases caused a temporary upward adjustment in long-term bond yields but once those expectations had subsided yields fell back and in April were only slightly above February levels.

Once the fluctuations in short-term interest rates during March and April abated, these rates remained relatively stable through the summer and into the early autumn. In the United States, however, the pattern of interest rate movements during this period was quite different. Monetary policy in that country was tightened in the spring in response to a more rapid growth in monetary aggregates and short-term market interest rates rose sharply during May and June. By the end of June, however, the growth rates of the aggregates had moved back inside the target ranges set by the Federal Reserve Board and interest rates began a decline that continued to the end of the year. This decline in U.S. rates widened substantially the spread between short-term interest rates in Canada and the United States and exerted downward pressure on Canadian rates. Central bank operations in Canada during the summer were designed to moderate this pressure. At the same time, however, the forward discount on the Canadian dollar in the foreign exchange market offset the more attractive



# Interest Rates

## Short-term



<sup>(1)</sup> Prior to November 1974, rates prevailing under the Winnipeg agreement.



<sup>(1)</sup> Finance company paper.  
<sup>(2)</sup> Dealer-placed commercial paper.  
<sup>(3)</sup> The spread between Canadian and U.S. rates after allowance for the forward premium or discount on the U.S. dollar in Canada.

## Long-term

### Canada



### Canada-U.S. comparisons





---

short-term interest rates in Canada and as a result there was no continuous incentive during this period for inflows of short-term funds from abroad that were covered for exchange rate risk.

Long-term interest rates in Canada were also stable through the spring and summer. However, long-term rates began to fall in late August in line with a decline in U.S. rates that lasted until December. While there were some fluctuations during the year in the differential between Canadian and U.S. long-term interest rates, the spread that had developed by the first quarter of 1976 was in general maintained until late in the year. The attraction of lower interest rates abroad, given the size of credit demands of Canadian borrowers, resulted in a greatly increased reliance on foreign investors as a source of financing in 1976. This inflow of funds contributed to the downward movement of interest rates here and to the upward pressure on the exchange rate for much of the year.

In the final months of 1976, the sluggish growth of the economy and the related slow growth of M1 caused the Bank to withdraw some of its resistance to the tendency of interest rates to decline. With the Canada Savings Bond campaign in progress, however, further action to lower interest rates would have been difficult. By November 22, the desired quantity of funds had been raised and the bonds were withdrawn from sale. At the same time, the Bank Rate was reduced from  $9\frac{1}{2}$  to 9 per cent. The decline in short-term market rates as indicated by rates on 90-day finance company paper was about  $\frac{3}{4}$  of a percentage point from the beginning of October to the final week of November. This sharp fall in interest rates, in conjunction with the uncertainty that followed the Quebec election in mid-November, contributed to a major readjustment in the Canadian dollar exchange rate in an environment in which the Canadian dollar had been widely regarded as being overvalued in view of the size of the current account deficit. For a time both foreign exchange and domestic financial markets were unsettled. Once some-

what more orderly markets were re-established, a second reduction in the Bank Rate to  $8\frac{1}{2}$  per cent was announced effective December 22.

At the end of January 1977, although the impact of the reductions in interest rates in November and December had not yet had sufficient time to exert a strong influence on the public's desired holdings of money balances, the Bank of Canada made the judgement that a further decline in interest rates would be necessary to bring the growth of the money supply back inside the target range. The Bank Rate was reduced a third time by  $\frac{1}{2}$  of a percentage point, effective February 1, 1977, bringing it down to 8 per cent.

The borrowing and lending rates set by financial institutions were also adjusted downward following each of the three Bank Rate reductions. The chartered banks' prime lending rates were reduced by  $1\frac{1}{2}$  percentage points in three steps to  $8\frac{3}{4}$  per cent. Non-chequable savings deposit rates were cut, again in three stages, by  $1\frac{3}{4}$  percentage points to  $6\frac{1}{4}$  per cent and personal term deposit rates offered by the banks were lowered by the same amount. The banks thereby widened once again the interest rate margins which had been narrowed the previous March. Residential mortgage rates declined by  $1\frac{1}{2}$  percentage points in this period, bringing the typical rate on conventional mortgages to  $10\frac{1}{4}$  per cent and on NHA mortgages to 10 per cent.

Short-term market interest rates also generally declined in line with the Bank Rate reductions. Measured from the point in October when short-term market rates began to fall to early February, the drop in most of these rates was approximately  $1\frac{1}{2}$  percentage points. Long-term bond yields dropped rather sharply in December in response to movements in short-term rates. More recently, however, long-term rates have not followed the further reduction in short-term rates but have instead tended to move up again in a climate of rising long-term rates in the United States.

## Credit Flows and Financial Institutions

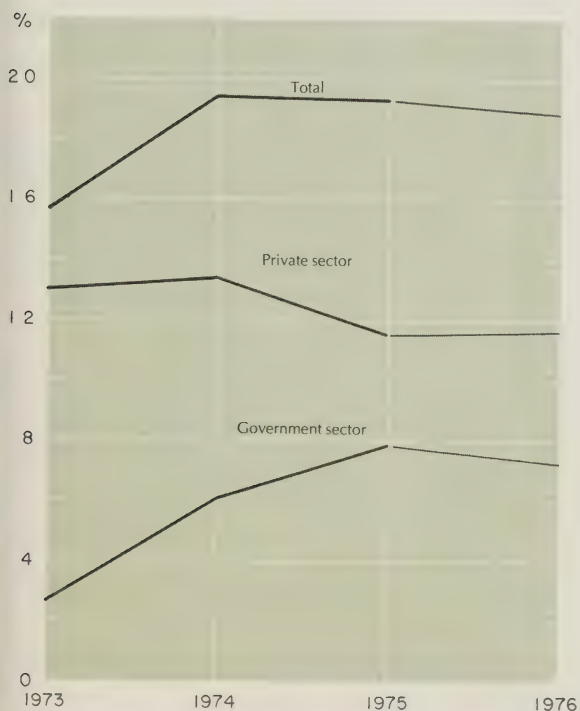
The total amount of new borrowing undertaken by the major non-financial sectors in the economy increased in 1976 at about the same rate as the growth of Gross National Expenditure. However, the level of new borrowing as a proportion of GNE has been rather high by past standards following a sharp increase in 1974. The main reason for the increase in the ratio of total borrowing to national expenditure in 1974 was the large increase in the borrowing requirements of the various levels of government and their enterprises. In 1975 government financing needs again increased significantly in absolute terms and maintained the ratio of total borrowing to national expenditure close to the high

1974 level despite lower private sector borrowing. This past year, however, the increase in the dollar volume of borrowing undertaken by the major non-financial borrowers was largely accounted for by the private sector and in particular by corporate business borrowers. The moderate increase in business fixed investment combined with a substantial swing in inventories in the first quarter of the year in the face of a small accumulation of internally-generated funds contributed to increasing the borrowing requirements of non-financial corporations in 1976 by \$1.6 billion. While these corporations also increased their holdings of financial assets and undertook some restructuring of their outstanding debt, this was not sufficient to restore liquidity ratios to pre-1974 levels.

The most striking development with respect to the flows of credit in 1976 was a marked change in the relative importance of major sources of financing. The proportion of total financing obtained from abroad by major non-financial borrowers, which had increased from 9 per cent of total financing in 1974 to 16 per cent in 1975, rose to 22 per cent in 1976. At the same time, borrowing involving intermediation by domestic financial institutions increased from 61 to 68 per cent. Increases in these two sources of financing were accompanied by a decline in the direct security purchases of domestic investors.

The widening of long-term interest rate differentials between Canada and abroad, which occurred in 1975 and was maintained for most of 1976, provided a large incentive for Canadian borrowers to issue securities outside Canada and for non-residents to invest in domestically-issued securities. In addition, the continued high level of total borrowing requirements encouraged Canadian borrowers to turn to foreign markets in order to place new security issues in the desired size and quantity. Although the net amount of marketable securities issued in Canadian markets in 1976, taking account of financing by both financial institutions and other borrowers, surpassed the record levels of 1975, the total

**Funds Raised by Major Non-financial Borrowers**  
As a percentage of GNE



## Funds Raised by Major Non-financial Borrowers

	Billions of dollars			
	1973	1974	1975	1976
<b>Borrowers</b>				
Non-financial businesses				
loans	5.1	6.4	4.0	6.3
short-term paper	— 0.2	1.4	0.3	0.4
bonds	0.7	1.2	2.3	2.6
stocks	0.4	0.4	0.9	0.9
direct investment from abroad	0.8	0.7	0.6	— 0.5 <sup>e</sup>
Mortgage borrowers <sup>(1)</sup>	6.3	6.2	7.2	7.8 <sup>e</sup>
Consumers	2.8	2.9	3.3	3.9 <sup>e</sup>
Sub-total private borrowers	15.9	19.3	18.5	21.4 <sup>e</sup>
Provinces and municipalities <sup>(2)</sup>				
loans	0.4	0.3	0.4	0.1
short-term paper and treasury bills	— 0.1	— 0.1	0.3	— 0.2
bonds — purchased with CPP funds	1.0	1.2	1.4	1.5
— other	2.0	3.1	6.5	7.9
Government of Canada				
treasury bills	0.6	0.9	0.6	1.6
marketable bonds	— 0.2	0.8	0.7	1.8
Canada Savings Bonds	— 0.4	2.4	2.7	0.8
Sub-total government	3.3	8.7	12.6	13.4
<b>Total Borrowing</b>	<u>19.2</u>	<u>28.1</u>	<u>31.1</u>	<u>34.8<sup>e</sup></u>
<b>Channels of financing</b>				
Financial institutions				
loans — banks	7.1	8.0	7.7	9.8 <sup>e</sup>
— other institutions	7.0	7.3	6.7	7.9 <sup>e</sup>
security purchases — banks	0.0	1.4	— 0.0	1.5 <sup>e</sup>
— other institutions	2.5	2.1	4.5	4.4 <sup>e</sup>
Sub-total financial institutions	16.6	18.8	18.9	23.7 <sup>e</sup>
Securities purchased directly by				
domestic investors				
non-marketable	— 0.4	2.4	2.9	0.9
other	— 0.6 <sup>e</sup>	1.5 <sup>e</sup>	0.7 <sup>e</sup>	— 0.4 <sup>e</sup>
Securities purchased by non-residents	0.5 <sup>e</sup>	1.8 <sup>e</sup>	4.5 <sup>e</sup>	8.2 <sup>e</sup>
Direct investment from abroad	0.8	0.7	0.6	— 0.5 <sup>e</sup>
Financing from government sector	1.7	2.0	2.6	2.3
Bank of Canada	0.6	1.0	0.8	0.6
<b>Total Financing</b>	<u>19.2</u>	<u>28.1</u>	<u>31.1</u>	<u>34.8<sup>e</sup></u>

e: estimate

<sup>(1)</sup> These are principally mortgages secured by residential property. The figures exclude mortgage lending by governments and their agencies, notably CMHC, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.

<sup>(2)</sup> Includes borrowing by government enterprises. Loans from the Government of Canada are excluded.

amount of net new security issues placed abroad by Canadians increased to more than \$8 billion, twice as much as in 1975. While the major share of the funds raised in foreign markets came from the United States, about one third came from net new issues placed in the rapidly growing Euro-market, in large part by financial institutions and provincial enterprises. Canadian borrowers were attracted to that market partly because funds were available at somewhat longer term than in previous years and also because a market had developed for bonds denominated in Canadian dollars. In addition foreign investors purchased about \$1½ billion of securities in the Canadian market; OPEC countries accounted for an important part of these purchases. Not all of the proceeds of the

long-term foreign currency borrowing were immediately converted into Canadian dollars. There were large increases during 1976 in foreign currency bank deposits of residents; at least in part these increases represented the proceeds of foreign borrowings being held to meet future requirements for U.S. dollars or, in some cases, balances that were perhaps being held in anticipation of a depreciation of the Canadian dollar.

The usual net inflow of direct investment capital from abroad became a net outflow in 1976, reflecting the relatively less attractive investment climate in Canada and some large purchases of foreign holdings in the Canadian oil, potash and aircraft industries by Canadian public agencies.

### Major Assets of Financial Institutions<sup>(1)</sup>

	Billions of dollars Dec. 1976	Annual rates of change			
		Years			
		Dec. 1972 to Dec. 1973	Dec. 1973 to Dec. 1974	Dec. 1974 to Dec. 1975	Dec. 1975 to Dec. 1976
Deposit-taking institutions					
Chartered banks <sup>(2)</sup> .....	79.3	19	19	13	17
Mortgage loan companies associated with chartered banks .....	2.5	64	20	28	38
Trust and mortgage loan companies .....	22.9	21	16	17	18
Credit unions, caisses populaires and Quebec savings bank .....	15.9	24	16	23	21
Sub-total .....	120.6	21	18	15	18
Contractual savings institutions					
Life insurance companies .....	24.2	9	7	11	11
Pension funds .....	23.5	14	13	15	14
Sub-total .....	47.7	11	10	13	12
Sales finance and consumer loan companies .....	10.3	18	16	9	6
Total .....	178.6	17	16	14	16

<sup>(1)</sup> Figures for December 1976 are estimated, except for banks.

<sup>(2)</sup> Canadian dollar major assets; average of Wednesdays.



---

The net inflow of funds resulting from long-term borrowing abroad was larger than required to finance the substantial deficit on the current account of the balance of payments; as a consequence, the Canadian dollar continued strong until late in 1976. Thereafter, given the underlying balance of payments position, declines in interest rates as well as the initial market reaction to the results of the Quebec election contributed to a downward adjustment of the dollar.

The main reason for the larger degree of domestic financial intermediation in 1976 was the increased proportion of total borrowing accounted for by private sector borrowers, particularly business corporations, who typically channel more of their financing through financial institutions than do government borrowers. The higher level of borrowing by non-financial business corporations was largely in the form of increased bank loans. In addition, financial institutions increased their net purchases of securities last year, with the chartered banks accounting for most of the increase. About one half of the banks' security acquisitions was made up of corporate bonds and short-term paper. Although the remaining security purchases by the banks were Government of Canada bonds and treasury bills, this addition to the banks' liquid assets was not sufficient to prevent a fall in their combined free liquid asset ratio from 8.1 to 7.3 per cent during 1976. Security purchases by non-bank financial institutions in 1976 remained at the high level registered in 1975; it appears that for some institutions at least the somewhat slower growth of their mortgage disbursements during the last two years may have encouraged them to direct more of their funds to enlarging their security portfolios.

The growth in the assets of the major financial institutions taken as a group accelerated from 14 per cent in 1975 to 16 per cent in 1976 mainly because of the more rapid growth of the chartered banks. The mortgage loan companies associated with chartered banks were the only

other group of institutions to expand substantially more rapidly in 1976 than in the previous year. The accelerated growth of their assets occurred despite a slower rate of growth of total residential mortgage lending in 1976 and these companies increased their share of that market.

## Bank of Canada Operations

---

This section of the Report provides a summary record for 1976 and early 1977 of Bank of Canada operations related to the implementation of monetary policy and to the Bank's role as agent for the Government of Canada in the management of the public debt and in connection with the Exchange Fund Account. Note is also taken of the Bank of Canada's participation in recent international monetary arrangements.

### Monetary Policy Operations

The Bank of Canada carries out its daily operations in the light of its views from time to time about the levels of short-term interest rates that will be most helpful to the achievement of its policy objectives. During 1976 cash reserve management on a daily basis was conducted in a more vigorous way than often in the past in order to have a more immediate impact on the level of short-term interest rates. The size and frequency of open market operations were also instrumental in providing direct resistance, when appropriate, to movements in interest rates and in facilitating orderly adjustments in financial markets to changes in the Bank Rate. A record of cash management by reserve periods is provided in Appendix Table II and the monthly record of Bank of Canada transactions in securities is presented in Appendix Table III.

During January and February 1976 the Bank of Canada pursued an increasingly stringent excess cash reserve policy in order to limit the decline in short-term interest rates in Canada, which was in part being induced by a downward trend in

interest rates in the United States. Further restraint was introduced by net sales of short and medium-term bonds to the market from the Bank's portfolio and by reducing the Bank's holdings of treasury bills. The decline in interest rates was arrested in late January. They began to edge upward again in early February. This upward trend became stronger in late February and early March and the Bank Rate was raised from 9 per cent to 9½ per cent effective March 8, 1976. Short-term market rates immediately moved sharply higher and strong expectations of further increases developed. The Bank reacted by purchasing a sizeable amount of treasury bills in the market in an attempt to stabilize short-term market yields at the higher level. At the same time the amount of excess cash reserves provided to the banking system was increased significantly.

From mid-March through early April, the Bank intensified its resistance to further upward pressure on money market rates by purchasing a large amount of bankers' acceptances from the market. The level of excess cash reserves provided was also substantially increased for the second half of March and was kept very high in the subsequent averaging period, particularly at the beginning. Despite this high level of excess cash reserves and the substantial open market purchases by the Bank, money market rates continued to increase during the last half of March, led by rapidly rising rates on chartered bank certificates of deposit, and remained at these high levels into early April. This development

was related at least in part to a sharp decline in the liquid assets of the chartered banks during March and to a continued strong demand for loans. Moreover, expectations of another round of increases in the Bank Rate and in chartered bank prime loan rates became quite prevalent in the financial community. By the second week of April, however, the steps taken by the Bank of Canada were having their desired impact; upward pressure on interest rates abated and, with the banks bidding less aggressively for large deposits, most money market rates dropped back and then stabilized. As chartered banks began to rebuild their liquid asset positions and bought treasury bills, yields on bills began to decline. The Bank of Canada resisted this decline and became a seller of bills to the market in April.

In contrast to the upward movement of near-term money market rates during the spring, downward pressure on short-term Government of Canada bond yields had developed after mid-March, primarily as a result of sizeable purchases by non-resident investors in the market. As a result, during April, May and early June the Bank of Canada became a net seller of short to medium-term Government of Canada bonds.

From June through October the Bank's operations were designed to maintain the prevailing level of money market interest rates. This required restraint in the management of cash reserves throughout most of the summer as a decline in U.S. interest rates heightened anticipation by the market of lower rates in Canada. However, in late July and early August the Bank purchased short-term treasury bills from the market to temper a rise in treasury bill yields. In the latter part of August, when bill yields started to move downward again, the Bank provided resistance to this trend by selling bills. Short-term interest rates began to decline towards the end of October. The Bank of Canada eased its restraint on chartered bank cash reserve management and interest rates continued to decline gradually.

The Bank Rate was reduced effective November 22 by  $\frac{1}{2}$  of one percentage point to 9 per cent. The pace of decline in short-term rates had accelerated in anticipation of the Bank Rate change and, with rates continuing to move down afterwards, excess cash reserve settings were tightened. Over a four-day period straddling the end of November, however, the Bank purchased from the market very short-term treasury bills and bankers' acceptances in order to relieve some acute temporary pressures in the banking system. These acquisitions, together with further purchases of treasury bills and bankers' acceptances in mid-December, also served to offset some of the effect on cash reserves of the seasonal increase in note circulation.

Effective December 22, the Bank Rate was reduced by a further  $\frac{1}{2}$  of one percentage point to  $8\frac{1}{2}$  per cent. This second reduction came sooner than the financial community generally had anticipated. The yield on treasury bills immediately fell by about  $\frac{3}{8}$  of one percentage point and interest rates on other short-term market instruments dropped by  $\frac{1}{2}$  to  $\frac{3}{4}$  of one percentage point. Strong expectations that a third reduction in Bank Rate would soon be made emerged in the financial community. While the Bank favoured a movement towards lower short-term interest rates, it wanted to pace the decline, and its management of excess cash reserves was therefore tightened sharply for the remainder of December. In addition, as the downward pressure on short-term interest rates intensified, the Bank sold a very large volume of short and medium-term bonds and treasury bills to the market.

In the first half of January 1977, the Bank continued to resist further decreases in the level of short-term rates through stringent management of chartered bank excess cash reserves and through open market sales of treasury bills. By mid-January, interest rates had stabilized.

The Bank Rate was reduced by a further  $\frac{1}{2}$  of one percentage point to 8 per cent effective February 1, 1977. At the same time the required



minimum secondary reserve ratio\* of the chartered banks was reduced from 5½ per cent to 5 per cent of deposits effective in February 1977. This ratio had been as high as 9 per cent some years ago but had been lowered in a series of steps to 5½ per cent by early 1975. Short-term interest rates declined by ¼ to ½ of one percentage point at the beginning of February and then remained little changed through the rest of the month.

As presented in Appendix Table III, the par value of the Bank's holdings of Government of Canada bonds and treasury bills and of bankers' acceptances increased by \$633 million in 1976. This amount includes changes resulting from open market operations as well as those associated with purchase and resale agreements, net acquisitions of new issues of treasury bills and bonds at the time of issue and net transactions with Government accounts and other clients. A total of \$172 million of Industrial Development Bank debentures, now obligations of the Federal Business Development Bank, matured during the year, reducing the Bank of Canada's holdings to \$858 million.

Holdings of foreign currency assets by the Bank of Canada as a result of temporary swap transactions with the Exchange Fund Account increased by \$288 million over the year. These swap transactions, which are initiated by the Bank of Canada with the concurrence of the Department of Finance, are used to assist in the management of cash reserves and to provide flexibility in the timing of the Bank's transactions in Government of Canada securities. These are reversed as the opportunity arises to add to the Bank's portfolio of securities, such as at the time of new bond issues or treasury bill auctions or in the course of open market operations.

\*As defined in the Bank Act, the secondary reserves of a chartered bank are its holdings of Government of Canada treasury bills and day-to-day loans to investment dealers plus that part of its holdings of notes of, or deposits with, the Bank of Canada which is in excess of the minimum cash reserve requirement. The secondary reserve ratio expresses, in terms of a percentage of a chartered bank's Canadian dollar deposit liabilities, the minimum amount of secondary reserves that it is required to hold on average during a month.

## Debt Management

In 1976, Government of Canada financing resulted in an increase of \$3,473 million in the par value of outstanding marketable securities payable in Canadian dollars and \$755 million in the outstanding amount of Canada Savings Bonds. The Government's Canadian dollar cash balances declined by \$585 million.

A net total of \$1,645 million was raised through additions to the outstanding amount of treasury bills, of which \$1,420 million was raised through additions to the weekly auctions of 3-month and 6-month treasury bills. The remaining \$225 million was raised through additions to the quarterly auctions of one-year bills. A notable development was the increase in the holdings of treasury bills outside the banking system from \$559 million to \$1,429 million.

The outstanding par value amount of direct and guaranteed marketable bonds of the Government of Canada payable in Canadian dollars increased by \$1,828 million. (Details are given in Appendix Table IV.) Of the total amount of new marketable bond issues sold in 1976, 44 per cent were medium-term and 40 per cent were long-term bonds. The marked shift towards the longer end of the maturity structure lengthened the average term to maturity of outstanding unmatured marketable direct and guaranteed bonds by thirteen months to six years, five months; this was the first lengthening in over ten years. The six new Government of Canada offerings during 1976 were virtually identical in structure, each comprising three tranches: short, medium and long-term bonds.

The terms of the 1976/77 Series of Canada Savings Bonds were announced on September 9. The average yield to maturity in 1985 was 9.13 per cent – 8½ per cent for the first year and 9¼ per cent for the remaining eight years. The limit for purchases by individuals was reduced from \$25,000 to \$15,000. The bonds were well received and, with the sales objective met, were withdrawn from sale at the close of business November 22. Gross sales of the new issue



amounted to \$2,171 million. After allowing for redemptions the amount of Canada Savings Bonds outstanding increased by \$1,629 million in the fourth quarter of 1976 and by \$755 million over the whole year.

Holders of an issue of 9¼ per cent marketable bonds due February 1, 1977 had the option on or before November 1, 1976 of exchanging their holdings into an equal par value of 9¼ per cent bonds maturing February 1, 1982. In total, \$593 million of the bonds were exchanged, leaving \$7 million of the original issue to mature in February 1977. Holders of an issue of 7 per cent bonds maturing July 1, 1977 had the option in the six month period from July 1 to December 31, 1976 to exchange their holdings into an equal par value of 7½ per cent bonds maturing July 1, 1982. Only \$1.2 million of these bonds were exchanged.

In March 1976 the Government cancelled \$5.4 million of 5½ per cent bonds due August 1, 1980 and \$5.3 million of 9½ per cent bonds due June 15, 1994. In December 1976 the CNR cancelled \$9.1 million of government guaranteed bonds. All of the bonds had been acquired under purchase fund provisions.

### **Foreign Exchange Operations**

In 1976 the Canadian dollar was on average some three per cent higher than in 1975 and the exchange rate was considerably more volatile than has been typical of recent years. The exchange rate for the Canadian dollar reached a high of U.S.\$1.0389 in June and a low of U.S.\$0.9588 in November, closing at U.S.\$0.9913 at year-end compared with U.S.\$0.9843 at the end of 1975. Both the strength of the Canadian dollar and its greater volatility in the course of the year were a reflection of the heavy, but sometimes uneven, inflow of long-term capital. In late November a narrowing of interest rate differentials between Canada and the United States and the uncertainties arising from the Quebec election led to expectations that borrowing abroad by Canadians would be reduced while

the current account deficit remained large. The exchange rate fell sharply. Following a temporary turnaround in December, the rate declined again through January and February. At the end of February the exchange rate was U.S.\$0.9563.

As agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance, the Bank of Canada operated in the foreign exchange market to smooth short-run fluctuations in the exchange rate. Canada's official reserves rose by U.S.\$517.8 million in 1976 and amounted to U.S.\$5,843.4 million at year-end. They declined by U.S.\$572.6 million during the first two months of 1977.

### **International Monetary Co-operation**

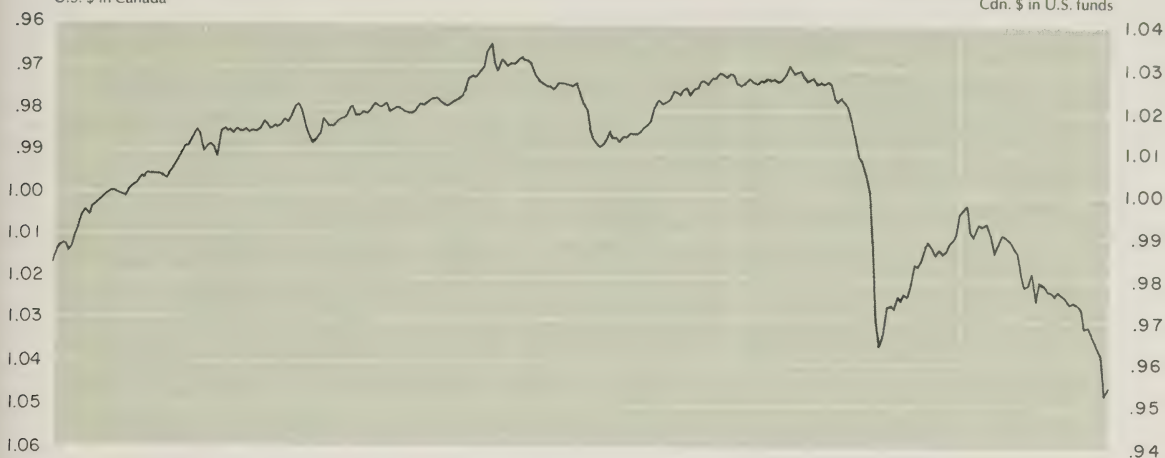
In the context of international monetary co-operation the Bank of Canada has in the past year participated in two financial arrangements involving the United Kingdom.

The first such arrangement was entered into on June 7, 1976. It consisted of a short-term standby credit facility for a total amount of U.S.\$5.3 billion made available to the Bank of England by monetary authorities of the Group of Ten countries, Switzerland and the Bank for International Settlements. The Bank of Canada's participation in this arrangement amounted to U.S.\$300 million, of which a total of U.S.\$90 million was drawn down. These drawings were repaid and the arrangement terminated on December 9, 1976.

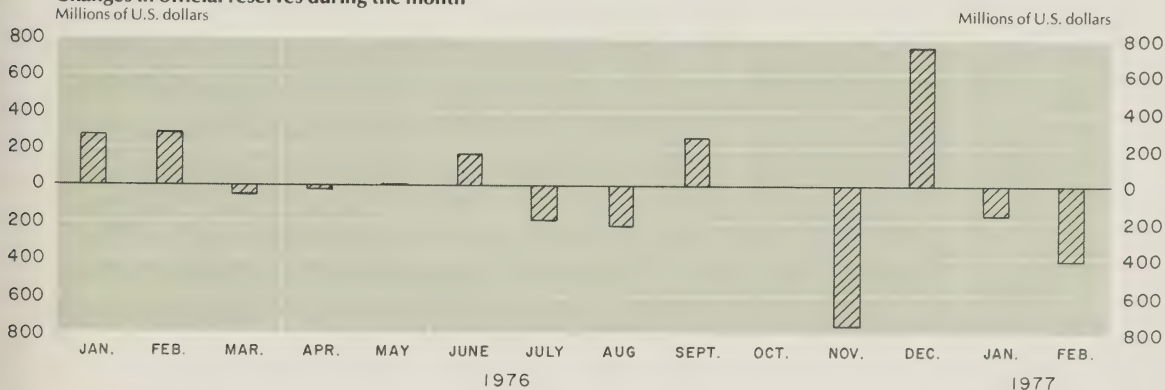
The second arrangement, which came into effect on February 8, 1977, consists of a U.S.\$3.0 billion medium-term financing facility to deal with the possibility of future declines in officially-held sterling assets. The arrangement provides for the financing, in certain circumstances, of reductions in outstanding official sterling balances by the Bank for International Settlements backed up if necessary by renewable short-term credit facilities from the monetary authorities of 11 major industrial countries. The Bank of Canada, acting on behalf of the Government of Canada, has undertaken to participate in this facility to the extent of

## Exchange Rate and Official Reserves

**Spot exchange rate (daily)**  
U.S. \$ in Canada



**Changes in official reserves during the month**  
Millions of U.S. dollars



U.S.\$100 million. The Managing Director of the IMF has agreed to assist in the implementation of the arrangement.

The purpose of the arrangement is to protect official reserves of the United Kingdom from the impact of future declines in official sterling balances. Holdings of these sterling balances have at times declined sharply and this has had disruptive effects on the economic policies of the United Kingdom and been a source of instability

in the international financial system. The arrangement provides a shield against such disturbances and is additional to the program undertaken by the United Kingdom in connection with the SDR3.36 billion (U.S.\$3.9 billion) standby credit agreed with the IMF on January 3, 1977. As part of the arrangement the United Kingdom intends to offer securities in the form of foreign currency bonds to present official holders of sterling balances.



## **Appendix Tables**





APPENDIX TABLE I

Bank of Canada Assets and Liabilities

Monthly changes, millions of dollars

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Investment in Industrial Development Bank	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities		
						Chartered banks	Government of Canada	Other
1976								
January	-289	-135	- 40	+141	-661	+327	- 6	+17
February	+217	-308	-	-146	- 12	-219	- 5	-
March	+ 66	+ 89	-	+ 21	+ 85	+114	- 9	-13
April	- 66	+261	- 42	-135	+ 79	- 90	+12	+18
May	- 32	+282	-	+ 43	+207	+ 68	+ 2	+15
June	+ 6	+235	-	- 61	+201	+ 4	-15	-10
July	- 7	-112	- 41	+252	+ 73	- 15	+48	-14
August	+283	-118	-	- 86	- 16	+132	-44	+ 6
September	+135	-115	-	-125	- 44	- 45	- 5	-11
October	+ 24	-208	- 49	+325	+ 11	+ 37	+11	+33
November	+326	+597	-	-708	+162	+ 11	- 1	+43
December	- 86	-131	-	+753	+446	+ 97	+16	-23
Total	+577	+337	-172	+274	+531	+421	+ 4	+61
1977								
January	-340	+375	- 40	-351	-609	+228	+11	+13

## APPENDIX TABLE II

### Chartered Bank Cash Reserves

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Total minimum cash requirements	Average holdings of Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of juridical days in period
1976						
January	1-15	4,061	1,030	3,031	3,057	10
	16-31				3,049	11
February	1-15	4,019	1,217	2,802	2,823	10
	16-29				2,824	10
March	1-15	3,954	1,039	2,915	2,958	11
	16-31				2,980	12
April	1-15	3,899	1,021	2,878	2,939	11
	16-30				2,923	10
May	1-15	3,900	993	2,907	2,947	10
	16-31				2,932	10
June	1-15	3,968	1,038	2,930	2,955	11
	16-30				2,955	11
July	1-15	3,988	1,060	2,928	2,953	10
	16-31				2,944	11
August	1-15	4,084	1,058	3,026	3,052	10
	16-31				3,051	12
September	1-15	4,098	1,107	2,991	3,014	10
	16-30				3,014	11
October	1-15	4,109	1,101	3,008	3,032	10
	16-31				3,045	10
November	1-15	4,122	1,103	3,019	3,067	10
	16-30				3,044	11
December	1-15	4,180	1,089	3,091	3,119	11
	16-31				3,111	11
1977						
January*	1-15	4,405	1,102	3,303	3,328	9
	16-31				3,335	11
February*	1-15	4,445	1,303	3,142	3,163	11

\* Preliminary.

(1) Advances to banks and Purchase and Resale Agreements with money market dealers summed and divided by number of juridical days.

Excess cash reserves		Advances to chartered banks and PRA outstanding			
Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Number of days outstanding		Average outstanding <sup>(1)</sup>	
		Advances	PRA	Advances	PRA
249	.038	1	6	4.0	28.4
196	.027	1	6	3.0	48.1
201	.030	1	6	0.3	52.3
209	.031	4	9	15.2	90.5
477	.066	2	4	0.2	61.7
783	.099	-	1	-	1.6
668	.091	-	1	-	0.7
443	.066	-	2	-	5.2
401	.059	-	2	-	4.0
246	.036	1	5	0.5	25.8
270	.035	1	7	0.3	7.5
275	.036	1	3	0.3	17.8
255	.036	1	4	1.5	14.8
177	.023	1	6	1.4	58.6
262	.037	-	5	-	25.2
301	.036	1	8	1.3	57.0
224	.031	2	6	2.6	47.1
242	.030	2	8	1.0	81.5
244	.033	1	4	0.8	23.8
377	.052	-	6	-	81.6
480	.065	1	6	2.7	74.0
278	.034	1	8	0.5	68.4
301	.037	-	8	-	91.1
220	.027	1	7	2.1	72.9
228	.033	1	9	1.4	111.5
360	.043	1	10	1.4	157.7
229	.027	10	11	9.7	65.6



# APPENDIX TABLE III

## Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities

Delivered basis, par value in millions of dollars

	Net purchases from (+) or net sales to (-) investment dealers and banks					Bankers' acceptances <sup>(2)</sup>	Sub-total of bills and bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA
	Treasury bills	Bonds <sup>(1)</sup> 3 years and under	3-5 years	5-10 years	Over 10 years			
1976								
January	-	-48.4	- 44.4	-	-	- 33.3	-126.1	- 14.4
February	+ 20.0	-26.9	- 57.4	-	-	- 7.5	- 71.8	+ 89.1
March	+219.3	+10.0	-	-	-	+194.3	+423.6	- 89.1
April	-176.7	-30.8	- 22.4	-	-	-187.5	-417.4	-
May	- 20.0	- 8.3	- 40.8	-	-	- 8.8	- 77.9	+101.5
June	-	+ 7.0	- 68.6	-	-	-	- 61.6	-101.5
July	+ 6.5	-	-	-	-	-	+ 6.5	-
August	+ 64.0	-	-	-	-	-	+ 64.0	+ 0.9
September	+ 20.0	- 5.0	-	-	-	-	+ 15.0	+192.0
October	+ 74.0	- 5.0	-	-	-	-	+ 69.0	-192.9
November	+186.0	-	-	-	-	-	+186.0	+179.8
December	- 66.5	+23.0	-152.3	-	-	+ 88.9	-106.9	- 89.7
Total	<u>+326.6</u>	<u>-84.4</u>	<u>-385.9</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>+ 46.1</u>	<u>- 97.6</u>	<u>+ 75.7</u>
1977								
January	-125.0	-48.3	-47.1	-	-	- 76.9	-297.3	+158.2

<sup>(1)</sup> Classified by years to maturity at time of transactions.

<sup>(2)</sup> Includes maturing bankers' acceptances.

## s' Acceptances

### Net transactions with Government and other client accounts

Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (-) Government and client accounts		Net change in holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances			
Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bankers' acceptances	Total
- 11.1	-	- 177.4	-	-193.5	-100.8	- 34.7	-329.0
+103.7	+ 160.0	- 30.7	- 13.5	+135.7	+ 88.3	+ 12.8	+236.8
+ 21.1	-	- 104.7	- 10.3	+ 93.0	- 26.4	+174.0	+240.6
+ 2.6	+ 223.6	- 54.2	- 12.6	-228.3	+157.8	-187.5	-258.0
+ 31.5	-	- 75.8	- 4.0	+ 3.6	- 30.7	+ 2.4	- 24.7
+ 71.7	+ 185.8	- 84.5	- 18.5	- 80.7	+ 83.3	- 11.2	- 8.6
+103.6	-	- 116.2	- 3.5	- 6.1	- 3.5	-	- 9.6
+144.1	+ 208.4	- 108.2	- 22.5	+ 99.9	+185.9	+ 0.9	+286.7
+ 57.6	-	- 116.4	- 0.3	+122.6	+ 13.0	+ 12.3	+147.9
+102.6	+ 237.2	- 189.4	- 22.3	-174.2	+191.6	- 13.2	+ 4.2
+ 92.4	-	- 102.7	- 1.8	+298.2	+ 34.3	+ 21.2	+353.7
+149.6	+ 128.1	- 77.2	- 10.7	- 64.5	- 26.2	+ 84.0	- 6.7
+869.4	+1,143.1	-1,237.4	-120.0	+ 5.7	+566.6	+ 61.0	+633.3
+ 66.8	-	- 326.2	+ 4.0	-294.5	- 51.3	- 48.7	-394.5

# APPENDIX TABLE IV

## Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities\*: New Issues and Retirements

Date in 1976		Issues offered	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
					Amount delivered	Amount retired
<b>Issues payable in Canadian dollars – direct</b>						
Feb.	1	8½% Dec. 15, 1978 <sup>(1)</sup>	2 yrs. 10½ mos.	8.35	125	
		8½% Feb. 1, 1981	5 yrs.	8.50	150	
		10% Oct. 1, 1995 <sup>(2)(3)</sup>	19 yrs. 8 mos.	9.88	275	
					550	150
Feb.	6	Treasury bills	364 days		225	150
Mar.	1					11 <sup>(4)</sup>
Apr.	1	9% Feb. 1, 1978 <sup>(5)(6)</sup>	1 yr. 10 mos.	9.00	150	
		9% Oct. 1, 1980 <sup>(7)(8)</sup>	4 yrs. 6 mos.	9.00	250	
		10% Oct. 1, 1995 <sup>(9)(10)</sup>	19 yrs. 6 mos.	10.18	250	
					650	436
May	7	Treasury bills	364 days		250	200
June	1	8½% Dec. 15, 1978 <sup>(11)</sup>	2 yrs. 6½ mos.	8.50	50	
		8¾% June 1, 1981	5 yrs.	8.75	300	
		9½% June 15, 1994 <sup>(12)(13)</sup>	18 yrs. ½ mos.	9.80	300	
					650	372
Aug.	1	8½% Dec. 15, 1978 <sup>(14)</sup>	2 yrs. 4½ mos.	8.50	150	
		8¾% June 1, 1981 <sup>(15)</sup>	4 yrs. 10 mos.	8.75	400	
		9½% June 15, 1994 <sup>(16)(17)</sup>	17 yrs. 10½ mos.	9.80	150	
					700	349
Aug.	6	Treasury bills	364 days		250	200
Oct.	1	8½% Dec. 15, 1978 <sup>(18)</sup>	2 yrs. 2½ mos.	8.50	75	
		8½% Feb. 1, 1981 <sup>(19)</sup>	4 yrs. 4 mos.	8.50	325	
		9½% Oct. 1, 2001 <sup>(20)</sup>	25 yrs.	9.50	300	
					700	395
Nov.	19	Treasury bills	364 days		200	150
Dec.	1	8¼% Feb. 1, 1979	2 yrs. 2 mos.	8.42	100	
		8½% Dec. 15, 1981	5 yrs. ½ mos.	8.62	300	
		9½% Oct. 1, 2001 <sup>(21)(22)</sup>	24 yrs. 10 mos.	9.47	300	
					700	400
		Total bonds			3,950	2,113
		Total Treasury bills*			925	700
<b>Issues payable in Canadian dollars – guaranteed</b>						
Dec.	31					9 <sup>(23)</sup>
<b>Issues payable in foreign currencies – direct and guaranteed</b>						
Apr.	15					1 <sup>(24)</sup>
Oct.	15					1 <sup>(25)</sup>

- 
- \* Excludes three-month and six-month treasury bills which accounted for \$1,420 million of the net increase over the year in total securities outstanding.
- (1) In addition to \$150 million 8½% December 15, 1978 already outstanding.
- (2) In addition to \$325 million 10% October 1, 1995 already outstanding.
- (3) These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created October 1, 1975.
- (4) Cancellation of \$5.4 million 5½% August 1, 1980 bonds and \$5.3 million 9½% June 15, 1994 bonds held by the Purchase Fund.
- (5) In addition to \$200 million 9% February 1, 1978 already outstanding.
- (6) Exchangeable at the option of the holder, on or before October 31, 1977, into an equal par value of 9% bonds due February 1, 1980 yielding about 9.00% for the 3 year 10 month period commencing April 1, 1976.
- (7) In addition to \$200 million 9% October 1, 1980 already outstanding.
- (8) Exchangeable at the option of the holder from January 1, 1980 to June 30, 1980 into an equal par value of 5 year 9½% bonds dated October 1, 1980 and due October 1, 1985 giving a combined yield of about 9.21% for the full 9 year 6 month period commencing April 1, 1976.
- (9) In addition to \$600 million 10% October 1, 1995 already outstanding.
- (10) These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created October 1, 1975.
- (11) In addition to \$275 million 8½% December 15, 1978 already outstanding.
- (12) In addition to \$343.6 million 9½% June 15, 1994 already outstanding.
- (13) These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created June 15, 1974.
- (14) In addition to \$325 million 8½% December 15, 1978 already outstanding.
- (15) In addition to \$300 million 8¾% June 1, 1981 already outstanding.
- (16) In addition to \$643.6 million 9½% June 15, 1994 already outstanding.
- (17) These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created June 15, 1974.
- (18) In addition to \$475 million 8½% December 15, 1978 already outstanding.
- (19) In addition to \$150 million 8½% February 1, 1981 already outstanding.
- (20) The Government of Canada will operate a purchase fund for this issue.
- (21) In addition to \$300 million 9½% October 1, 2001 already outstanding.
- (22) These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created October 1, 1976.
- (23) Cancellation by purchase funds of the following Canadian National Railway bonds: \$2.1 million of 5% May 15, 1977; \$2.4 million of 5¾% January 1, 1985; \$4.6 million of 5% October 1, 1987.
- (24) Partial redemption at par of U.S. pay 5% October 15, 1987 for Sinking Fund.
- (25) Partial redemption at par of U.S. pay 5% October 15, 1987 for Sinking Fund.





# BANK OF CANADA Statement of Income and Expense

Year Ended December 31, 1976  
(with comparative figures for 1975)

	1976 (thousands of dollars)	1975
<b>INCOME</b>		
Revenue from investments and other income .....	<u>\$760,389</u>	<u>\$629,411</u>
<b>EXPENSE</b>		
Salaries <sup>(1)</sup> .....	\$ 18,125	\$ 15,974
Contributions to pension and insurance funds .....	3,362	3,902
Other staff expenses <sup>(2)</sup> .....	1,456	1,305
Directors' fees .....	37	31
Auditors' fees and expenses .....	155	143
Taxes - municipal and business .....	4,540	2,339
Bank note costs .....	14,948	12,126
Data processing and computer costs .....	1,800	1,459
Maintenance of premises and equipment - net .....	3,153	1,877
Printing of publications .....	466	429
Other printing and stationery .....	665	536
Postage and express .....	475	320
Telecommunications .....	650	498
Travel and staff transfers .....	696	645
Interest .....	3,215	2,508
Other expenses .....	<u>725</u>	<u>561</u>
	54,468	44,653
Depreciation on buildings and equipment .....	<u>2,681</u>	<u>1,301</u>
	57,149	45,954
NET INCOME PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA .....	<u>703,240</u>	<u>583,457</u>
	<u>\$760,389</u>	<u>\$629,411</u>

(1) The number of staff averaged 1,458 in 1976 and 1,403 in 1975; the approximate number of employee years worked was 1,450 in 1976 and 1,408 in 1975.

(2) Includes cafeteria expenses, retirement allowances, overtime pay, educational training costs and medical services.

# BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1976  
(with comparative figures for 1975)

ASSETS	1976 (thousands of dollars)	1975
<b>Deposits payable in foreign currencies:</b>		
Pounds sterling and U.S.A. dollars .....	\$ 62,493	\$ 13,715
Other currencies .....	623	497
	<u>63,116</u>	<u>14,212</u>
<b>Advances to chartered and savings banks .....</b>	<u>23,000</u>	<u>—</u>
<b>Bills bought in open market, not including treasury bills, at amortized values .....</b>	<u>104,786</u>	<u>44,066</u>
<b>Investments — at amortized values:</b>		
Treasury bills of Canada .....	2,085,613	2,081,381
Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years .....	2,917,069	2,804,058
Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years .....	3,382,813	2,923,088
Debentures issued by Industrial Development Bank .....	858,429	1,029,528
Securities issued by the United Kingdom and the United States of America .....	1,367,934	1,079,045
Other securities .....	<u>2,633</u>	<u>2,633</u>
	<u>10,614,491</u>	<u>9,919,733</u>
<b>Bank premises:</b>		
Land, buildings and equipment at cost less accumulated depreciation .....	<u>61,448</u>	<u>55,002</u>
<b>Cheques drawn on other banks .....</b>	<u>746,154</u>	<u>151,314</u>
<b>Accrued interest on investments .....</b>	<u>160,901</u>	<u>147,627</u>
<b>Net balance of Government of Canada collections and payments in process of settlement .....</b>	<u>65,333</u>	<u>161,295</u>
<b>Other assets .....</b>	<u>3,993</u>	<u>2,623</u>
	<u>\$11,843,222</u>	<u>\$10,495,872</u>

LIABILITIES	1976	1975
	(thousands of dollars)	
Capital paid up . . . . .	\$ 5,000	\$ 5,000
Rest fund . . . . .	25,000	25,000
Notes in circulation . . . . .	7,813,050	7,283,052
Deposits:		
Government of Canada . . . . .	32,536	26,639
Chartered banks . . . . .	3,169,346	2,748,456
Other . . . . .	123,535	63,342
	3,325,417	2,838,437
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada . . . . .	55,830	7,415
Other . . . . .	151	284
	55,981	7,699
Bank of Canada cheques outstanding . . . . .	551,827	269,147
Other liabilities . . . . .	66,947	67,537
	<u>\$11,843,222</u>	<u>\$10,495,872</u>

Governor, **G. K. BOUEY**

Chief Accountant, **A. ROUSSEAU**

**Auditors' Report** We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1976 and the statement of income and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1976 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the attached summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.

**PIERRE CHOUINARD, C.A.**  
de la firme Samson, Bélair & Associés

**M. A. MACKENZIE, F.C.A.**  
of the firm Clarkson, Gordon & Co.

Ottawa, Canada, January 21, 1977



# **BANK OF CANADA   Financial Statements December 31, 1976**

## **Summary of Significant Accounting Policies**

---

### **a.   Form of Presentation**

The form of the statement of assets and liabilities meets the requirements of the Bank of Canada Act.

### **b.   Revenues and Expenses**

Revenues and expenses have been accounted for on the accrual basis.

### **c.   Investments and Bills**

In accordance with the requirements of the Bank of Canada Act, these assets have been recorded at their cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition have been included in income.

### **d.   Translation of Foreign Currencies**

Assets and liabilities in foreign currencies have been translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end. Gains and losses resulting from these translations have been included in income.

### **e.   Depreciation**

Depreciation has been recorded at the following annual rates applied on the declining balance method:

Buildings	5%
Equipment	20%

## Board of Directors

---

G. K. BOUEY	OTTAWA Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. CAMPBELL	CALGARY, ALTA.
C. A. DAGENAIS	MONTREAL, QUE.
W. DODGE	OTTAWA, ONT.
W. R. JENKINS	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
W. A. JOHNSTON	WINNIPEG, MAN.
S. G. LAKE	RAMEA, NFLD.
J. W. E. MINGO, Q.C.	HALIFAX, N.S.
J. H. POTTS, Q.C.	TORONTO, ONT.
J. A. STACK	SASKATOON, SASK.
J. TASCHEREAU	QUEBEC, QUE. <i>Member of the Executive Committee</i>
A. WALTON	VANCOUVER, B.C. <i>Member of the Executive Committee</i>

### **Ex-officio**

T. K. SHOYAMA	OTTAWA Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>
---------------	--

## Senior Officers

---

G. K. BOUEY, *Governor*  
R. W. LAWSON, *Senior Deputy Governor*

G. E. FREEMAN, *Deputy Governor*  
\*B. J. DRABBLE, *Deputy Governor*  
\*\*R. JOHNSTONE, *Adviser*  
JACQUES A. BUSSIÈRES, *Adviser*  
A. J. NORTON, *Adviser*  
J. S. ROBERTS, *Secretary*

ALAIN JUBINVILLE, *Deputy Governor*  
D. J. R. HUMPHREYS, *Deputy Governor*  
J. N. R. WILSON, *Adviser*  
W. A. MCKAY, *Adviser*  
D. B. BAIN, *Associate Adviser*  
SERGE VACHON, *Associate Adviser*

\*On leave of absence as an Executive Director of the International Monetary Fund

\*\*On leave of absence as Executive Director of the Anti-Inflation Board

J. M. E. MORIN, *Auditor*

### Securities Department

D. G. M. BENNETT, *Chief*

J. M. ANDREWS, *Deputy Chief*  
A. W. NOBLE, *Deputy Chief*  
Toronto Division  
J. T. BAXTER, *Chief*

F. FAURE, *Deputy Chief*  
V. O'REGAN, *Securities Adviser*  
Montreal Division  
J. CLÉMENT, *Chief*

W. E. DEANS – *Vancouver Representative*  
A. G. KEITH – *Edmonton Representative*

### Research Department

J. W. CROW, *Chief*

D. R. STEPHENSON, *Deputy Chief*

C. FREEDMAN, *Research Adviser*

### Department of Banking and Financial Analysis

G. G. THIESSEN, *Chief*

W. R. WHITE, *Deputy Chief*

G. W. KING, *Research Adviser*

### International Department

EDITH M. WHYTE, *Chief*

J. E. H. CONDER, *Deputy Chief*

A. C. LAMB, *Chief, Foreign Exchange Operations*

### Department of Administrative Operations

R. H. OSBORNE, *Chief*

T. D. MACKAY, *Deputy Chief*

L. A. VAUGHAN, *Chief, Currency Division*

### Public Debt Department

R. F. PRITCHARD, *Chief*

### Secretary's Department

J. S. ROBERTS, *Secretary*

G. S. WATTS, *Archivist*

I. G. L. FREETH, *Chief, Computer Services Division*

### Comptroller's Department

D. A. THOMPSON, *Comptroller*  
A. ROUSSEAU, *Chief Accountant*

### Department of Personnel Administration

H. A. D. SCOTT, *Chief*  
R. L. FLETT, *Deputy Chief*

# Agencies

---

HALIFAX	E. L. JOHNSON, <i>Agent</i>
SAINT JOHN, N.B.	R. E. BURGESS, <i>Agent</i>
MONTREAL	J. E. R. ROCHEFORT, <i>Agent</i> R. MARCOTTE, <i>Assistant Agent</i>
OTTAWA	C. A. ST. LOUIS, <i>Agent</i>
TORONTO	R. E. A. ROBERTSON, <i>Agent</i> K. W. KAINE, <i>Assistant Agent</i>
WINNIPEG	A. H. POTTER, <i>Agent</i>
REGINA	G. H. SMITH, <i>Agent</i>
CALGARY	H. PROWSE, <i>Agent</i>
VANCOUVER	D. G. WARNER, <i>Agent</i>







HALIFAX	E. L. JOHNSON, <i>Agent</i>
SAINT-JEAN (N.-B.)	R. E. BURGESS, <i>Agent</i>
MONTREAL	J. E. R. ROCHEFORT, <i>Agent</i>
	R. MARCOTTE, <i>Agent adjoint</i>
OTTAWA	C. A. ST-LOUIS, <i>Agent</i>
TORONTO	R. E. A. ROBERTSON, <i>Agent</i>
	K. W. KAINE, <i>Agent adjoint</i>
WINNIPEG	A. H. POTTER, <i>Agent</i>
REGINA	G. H. SMITH, <i>Agent</i>
CALGARY	H. PROWSE, <i>Agent</i>
VANCOUVER	D. G. WARNER, <i>Agent</i>

G. K. BOUEY, Gouverneur  
G. W. LAWSON, Premier Sous-Gouverneur

ALAIN JUBINVILLE, Sous-Gouverneur  
D. J. R. HUMPHREYS, Sous-Gouverneur  
J. N. R. WILSON, Conseiller  
W. A. MCKAY, Conseiller  
D. B. BAIN, Conseiller associé  
SERGE VACHON, Conseiller associé

\* Détaché au Fonds monétaire international en qualité d'Administrateur  
\*\* Détaché à la Commission de la lutte contre l'inflation en qualité de Directeur exécutif

J. M. E. MORIN, Vérificateur

**Département des Valeurs**

D. G. M. BENNETT, Chef

F. FAURE, Sous-chef  
V. O'REGAN, Conseiller en valeurs

Bureau de Montréal

J. CLÉMENT, Chef

W. E. DEANS - Représentant à Vancouver  
A. G. KEITH - Représentant à Edmonton

**Département des Recherches**

J. W. CROW, Chef

C. FREEDMAN, Conseiller en recherches

**Département des Études bancaires et financières**

G. C. THIESSEN, Chef

G. W. KING, Conseiller en recherches

**Département des Relations internationales**

EDITH M. WHYTE, Chef

A. C. LAMB, Chef du service des Opérations sur devises

**Département des Opérations administratives**

R. H. OSBORNE, Chef

L. A. VAUGHAN, Chef de la section de la Monnaie

**Département de la Dette publique**

R. F. PRITCHARD, Chef

**Secrétariat**

J. S. ROBERTS, Secrétaire

I. G. L. FREETH, Chef de la section d'Informatique

**Département de Contrôle**

D. A. THOMPSON, Contrôleur

A. ROUSSEAU, Chef de la Comptabilité

**Direction du Personnel**

H. A. D. SCOTT, Chef

R. L. FLETT, Sous-chef

J. M. ANDREWS, Sous-chef  
A. W. NOBLE, Sous-chef

Bureau de Toronto

J. T. BAXTER, Chef

D. R. STEPHENSON, Sous-chef

W. R. WHITE, Sous-chef

J. E. R. CONDER, Sous-chef

T. D. MACKAY, Sous-chef

G. S. WATTS, Archiviste



G. K. BOUEY  
OTTAWA  
Gouverneur  
Membre du Comité de direction

R. W. LAWSON  
OTTAWA  
Premier Sous-Gouverneur  
Membre du Comité de direction

R. W. CAMPBELL  
CALGARY (ALBERTA)

C. A. DAGEAIS  
MONTREAL (QUEBEC)

W. DODGE  
OTTAWA (ONTARIO)

W. R. JENKINS  
CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)

W. A. JOHNSTON  
WINNIPEG (MANITOBA)

S. G. LAKE  
RAMEA (TERRE-NEUVE)

J. W. E. MINGO, C.R.  
HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE)

J. H. POTTS, C.R.  
TORONTO (ONTARIO)

J. A. STACK  
SASKATOON (SASKATCHEWAN)

J. TASCHEREAU  
QUÉBEC (QUÉBEC)  
Membre du Comité de direction

A. WALTON  
VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)  
Membre du Comité de direction

**Membre d'office**

T. K. SHOYAMA  
OTTAWA  
Sous-ministre des Finances  
Membre du Comité de direction

- a) **Forme de présentation**
- La présentation de l'état de l'actif et du passif satisfait aux exigences de la Loi sur la Banque du Canada.
- b) **Revenus et dépenses**

Les revenus et dépenses ont été comptabilisés selon la méthode d'exercice.

- c) **Portefeuille-titres et autres effets**

Conformément aux prescriptions de la Loi sur la Banque du Canada, ces titres ont été inscrits au prix coûtant ajusté de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur disposition de ces titres ont été imputés aux revenus:

- d) **Conversion des devises étrangères**

Les éléments d'actif et de passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux du change en vigueur à la fin de l'année. Les gains et les pertes résultant de cette conversion ont été imputés aux revenus.

- e) **Amortissement des immobilisations**

L'amortissement a été inscrit selon la méthode d'amortissement dégressif aux taux suivants:

Bâtiments 5%  
 Equipement 20%

# PASSIF

	1976	1975
Capital versé .....	\$ 5,000	\$ 5,000
Fonds de réserve .....	25,000	25,000
Billets en circulation .....	7,813,050	7,283,052
Dépôts:		
Gouvernement du Canada .....	32,536	26,639
Banques à charte .....	3,169,346	2,748,456
Autres dépôts .....	123,535	63,342
	3,325,417	2,838,437
Passif payable en devises étrangères:		
Gouvernement du Canada .....	55,830	7,415
Autres .....	151	284
	55,981	7,699
Chèques de la Banque du Canada non compensés .....	551,827	269,147
Autres éléments de passif .....	66,947	67,537
	\$11,843,222	\$10,495,872

(en milliers de dollars)

**Rapport des vérificateurs** Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1976 ainsi que l'état des revenus et dépenses pour l'exercice clos à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues et a comporté par conséquent les sondages et autres procédés que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

À notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1976 ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice clos à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

Le Gouverneur, **G. K. BOUEY**

Le chef de la comptabilité, **A. ROUSSEAU**

**PIERRE CHOUNARD, C.A.**  
de la firme Samson, Bélair & Associés

Ottawa, Canada, le 21 janvier 1977

**M. A. MACKENZIE, F.C.A.**  
of the firm Clarkson, Gordon & Co.

# BANQUE DU CANADA Etat de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1976

(avec chiffres comparatifs pour 1975)

## ACTIF

### Dépôts payables en devises étrangères:

Livres sterling et dollars des Etats-Unis d'Amérique .....

Autres devises .....

Avances aux banques à charte et banques d'épargne .....

Effets achetés sur le marché libre,

bons du Trésor exceptés, à la valeur amortie .....

### Portefeuille-titres, à la valeur amortie:

Bons du Trésor du Canada .....

Autres titres émis ou garantis par le Canada,

échéances dans les trois ans .....

Autres titres émis ou garantis par le Canada,

échéances à plus de trois ans .....

Débentures émises par la Banque d'expansion industrielle ..

Titres émis par le Royaume-Uni et par les

Etats-Unis d'Amérique .....

Autres titres .....

### Immobilisations:

Terrains, bâtiments et équipement, au prix coûtant,

moins amortissement accumulé .....

Chèques tirés sur autres banques .....

Intérêts courus sur placements .....

Solde des recouvrements et des paiements pour le

Gouvernement du Canada, en cours de règlement .....

Autres éléments d'actif .....

\$11,843,222

3,993

65,333

160,901

746,154

61,448

10,614,491

2,633

1,367,934

858,429

3,382,813

2,917,069

2,085,613

104,786

23,000

63,116

623

\$ 62,493

\$ 13,715

497

14,212

—

44,066

2,081,381

2,804,058

2,923,088

1,029,528

1,079,045

2,633

9,919,733

55,002

151,314

147,627

161,295

2,623

\$10,495,872



# BANQUE DU CANADA Etat des revenus et dépenses

Exercice clos le 31 décembre 1976  
(avec chiffres comparatifs pour 1975)

	1976	1975
(en milliers de dollars)		
<b>REVENUS</b>		
Revenus du portefeuille-titres et autres revenus .....	\$760,389	\$629,411

## DÉPENSES

Traitements <sup>(1)</sup> .....	\$ 18,125	\$ 15,974
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ..	3,362	3,902
Autres frais de personnel <sup>(2)</sup> .....	1,456	1,305
Honoraires des administrateurs .....	37	31
Honoraires et frais des vérificateurs .....	155	143
Impôts municipaux et taxes d'affaires .....	4,540	2,339
Coût des billets de banque .....	14,948	12,126
Informatique .....	1,800	1,459
Entretien des immeubles et de l'équipement - montant net .....	3,153	1,877
Impression des publications .....	466	429
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau .....	665	536
Postes et messageries .....	475	320
Télécommunications .....	650	498
Déplacements et mutations .....	696	645
Intérêts .....	3,215	2,508
Autres dépenses .....	725	561
	<u>54,468</u>	<u>44,653</u>
Amortissement des bâtiments et de l'équipement .....	2,681	1,301
	<u>57,149</u>	<u>45,954</u>
<b>REVENU NET VERSE AU COMPTE DU</b>		
<b>RECEVEUR GENERAL DU CANADA .....</b>	<u>703,240</u>	<u>583,457</u>
	<u>\$760,389</u>	<u>\$629,411</u>

(1) Le nombre moyen d'employés a été de 1,458 en 1976 et 1,403 en 1975;  
(2) Y compris le fonctionnement des cafétérias, les gratifications de retraite, les heures supplémentaires, la formation professionnelle et les services médicaux.



\* À l'exclusion des bons du Trésor à 3 et à 6 mois, dont la part dans l'augmentation nette de l'encours total des titres pour l'année

- (1) En plus des \$ 150 millions d'obligations 8½% 15 décembre 1978 déjà en circulation.
- (2) En plus des \$ 325 millions d'obligations 10% 1<sup>er</sup> octobre 1995 déjà en circulation.
- (3) Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 1<sup>er</sup> octobre 1975.
- (4) Annulation de \$5.4 millions d'obligations 5½% 1<sup>er</sup> août 1980 et de \$5.3 millions d'obligations 9½% 15 juin 1994 détenues par le fonds de rachat.
- (5) En plus des \$200 millions d'obligations 9% 1<sup>er</sup> février 1978 déjà en circulation.
- (6) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 1<sup>er</sup> octobre 1977 en obligations 9%, échéance 1<sup>er</sup> février 1980; l'exercice de ce droit porte à 9% le taux de rendement sur la période de 3 ans et 10 mois commençant le 1<sup>er</sup> avril 1976.
- (7) En plus des \$200 millions d'obligations 9% 1<sup>er</sup> octobre 1980 déjà en circulation.
- (8) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, entre le 1<sup>er</sup> janvier 1980 et le 30 juin 1980 en obligations 9½% à 5 ans, jouissance 1<sup>er</sup> octobre 1980, échéance 1<sup>er</sup> octobre 1985; l'exercice de ce droit porte à 9.21% le taux de rendement moyen sur la période de 9 ans et 6 mois commençant le 1<sup>er</sup> avril 1976.
- (9) En plus des \$600 millions d'obligations 10% 1<sup>er</sup> octobre 1995 déjà en circulation.
- (10) Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 1<sup>er</sup> octobre 1975.
- (11) En plus des \$275 millions d'obligations 8½% 15 décembre 1978 déjà en circulation.
- (12) En plus des \$343.6 millions d'obligations 9½% 15 juin 1994 déjà en circulation.
- (13) Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 juin 1974.
- (14) En plus des \$325 millions d'obligations 8½% 15 décembre 1978 déjà en circulation.
- (15) En plus des \$300 millions d'obligations 8¾% 1<sup>er</sup> juin 1981 déjà en circulation.
- (16) En plus des \$643.6 millions d'obligations 9½% 15 juin 1994 déjà en circulation.
- (17) Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 juin 1974.
- (18) En plus des \$475 millions d'obligations 8½% 15 décembre 1978 déjà en circulation.
- (19) En plus des \$150 millions d'obligations 8½% 1<sup>er</sup> février 1981 déjà en circulation.
- (20) Cette émission donnera lieu à la création d'un fonds de rachat par le gouvernement canadien.
- (21) En plus des \$300 millions d'obligations 9½% 1<sup>er</sup> octobre 2001 déjà en circulation.
- (22) Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 1<sup>er</sup> octobre 1976.
- (23) En plus des \$2.4 millions d'obligations 5¾% 1<sup>er</sup> janvier 1985; \$4.6 millions d'obligations 5% 1<sup>er</sup> octobre 1987.
- (24) Rachat partiel effectué au pair par le fonds d'amortissement: obligations en dollars £.-U. 5% 15 octobre 1987.
- (25) Rachat partiel effectué au pair par le fonds d'amortissement: obligations en dollars £.-U. 5% 15 octobre 1987.

# ANNEXE TABLEAU IV

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien\* : émissions et remboursements

Date en 1976	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	Livraisons	Remboursemen
-----------------	-----------------------------	----------	---------------------------	--	------------	--------------

Titres libellés en dollars canadiens émis par le gouvernement

1 <sup>er</sup> févr.	8½% 15 déc. 1978(1)	2 ans et 10½ mois	8.35	125		
	8½% 1 <sup>er</sup> févr. 1981	5 ans	8.50	150		
	10% 1 <sup>er</sup> oct. 1995(2)(3)	19 ans et 8 mois	9.88	275		
6 févr.	Bons du Trésor	364 jours		550		150
1 <sup>er</sup> mars				225		150
1 <sup>er</sup> avril	9% 1 <sup>er</sup> févr. 1978(5)(6)	1 an et 10 mois	9.00	150		
	9% 1 <sup>er</sup> oct. 1980(7)(8)	4 ans et 6 mois	9.00	250		
	10% 1 <sup>er</sup> oct. 1995(9)(10)	19 ans et 6 mois	10.18	250		
7 mai	Bons du Trésor	364 jours		650		436
	8½% 15 déc. 1978(11)	2 ans et 6½ mois	8.50	250		200
	8¾% 1 <sup>er</sup> juin 1981	5 ans	8.75	300		
	9½% 15 juin 1994(12)(13)	18 ans et ½ mois	9.80	300		
1 <sup>er</sup> août	8½% 15 déc. 1978(14)	2 ans et 4½ mois	8.50	150		
	8¾% 1 <sup>er</sup> juin 1981(15)	4 ans et 10 mois	8.75	400		
	9½% 15 juin 1994(16)(17)	17 ans et 10½ mois	9.80	150		
6 août	Bons du Trésor	364 jours		700		349
	8½% 15 déc. 1978(18)	2 ans et 2½ mois	8.50	75		
	8½% 1 <sup>er</sup> févr. 1981(19)	4 ans et 4 mois	8.50	325		
	9½% 1 <sup>er</sup> oct. 2001(20)	25 ans	9.50	300		
19 nov.	Bons du Trésor	364 jours		700		395
	8¼% 1 <sup>er</sup> févr. 1979	2 ans et 2 mois	8.42	100		
	8½% 15 déc. 1981	5 ans et ½ mois	8.62	300		
	9½% 1 <sup>er</sup> oct. 2001(21)(22)	24 ans et 10 mois	9.47	300		
	Ensemble des obligations			700		400
				3,950		2,113
	Trésor*			925		700
Titres en dollars canadiens garantis par le gouvernement						
31 déc.	Titres en monnaies étrangères émis ou garantis par le gouvernement					
15 avril						
15 oct.						
1 (24)						
9 (23)						

9(23)

1(24)

1(25)



# ien et sur acceptations bancaires

Opérations nettes* avec le gouvernement et avec les autres clients		Portefeuilles du gouvernement et des autres clients		Variations nettes des avoirs en titres du gouvernement et en acceptations bancaires	
Souscriptions lors de l'émission moins amortissements à l'échéance	Obligations	Bons	Obligations	Bons	Obligations
					Acceptations bancaires Total
- 11,1	-	- 177,4	-	-193,5	- 34,7
+103,7	+ 160,0	- 30,7	- 13,5	+135,7	+ 12,8
+ 21,1	-	- 104,7	- 10,3	+ 93,0	+174,0
+ 2,6	+ 223,6	- 54,2	- 12,6	-228,3	-187,5
+ 31,5	-	- 75,8	- 4,0	+ 3,6	+ 2,4
+ 71,7	+ 185,8	- 84,5	- 18,5	- 80,7	- 11,2
+103,6	-	- 116,2	- 3,5	- 6,1	-
+144,1	+ 208,4	- 108,2	- 22,5	+ 99,9	+ 0,9
+ 57,6	-	- 116,4	- 0,3	+122,6	+ 12,3
+102,6	+ 237,2	- 189,4	- 22,3	-174,2	- 13,2
+ 92,4	-	- 102,7	- 1,8	+298,2	+ 21,2
+149,6	+ 128,1	- 77,2	- 10,7	- 64,5	+ 84,0
+869,4	+1 143,1	-1 237,4	-120,0	+ 5,7	+ 61,0
+ 66,8	-	- 326,2	+ 4,0	-294,5	- 48,7
				- 51,3	- 394,5

# ANNEXE TABLEAU III

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes\* avec les négociants en valeurs mobilières et avec les banques

Titres pris en pension	Ensemble des postes précédents	Acceptations bancaires <sup>(2)</sup>	Obligations <sup>(1)</sup>					Bons du Trésor
			Plus de 10 ans	5 à 10 ans	3 à 5 ans	3 ans ou moins		

1976	Janvier	-	-48.4	-44.4	-	-33.3	-126.1	-14.4
	Février	+20.0	-26.9	-57.4	-	-7.5	-71.8	+89.1
	Mars	+219.3	+10.0	-	-	+194.3	+423.6	-89.1
	Avril	-176.7	-30.8	-22.4	-	-187.5	-417.4	-
	Mai	-20.0	-8.3	-40.8	-	-8.8	-77.9	+101.5
	Juin	-	+7.0	-68.6	-	-	-61.6	-101.5
	Juillet	+6.5	-	-	-	-	+6.5	-
	Août	+64.0	-	-	-	-	+64.0	+0.9
	Septembre	+20.0	-5.0	-	-	-	+15.0	+192.0
	Octobre	+74.0	-5.0	-	-	-	+69.0	-192.9
	Novembre	+186.0	-	-	-	-	+186.0	+179.8
	Décembre	-66.5	+23.0	-152.3	-	+88.9	-106.9	-89.7
	Total	+326.6	-84.4	-385.9	-	+46.1	-97.6	+75.7
1977	Janvier	-125.0	-48.3	-47.1	-	-76.9	-297.3	+158.2

\* Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe (-) le contraire.  
<sup>(1)</sup> Ventilation d'après le nombre d'années à court, à compter de la date de l'opération.  
<sup>(2)</sup> Y compris les acceptations bancaires arrivant à échéance.

Montant	Coefficient moyen	Encours des avances aux banques à charte et des pensions	Encours moyen <sup>(1)</sup>	Pensions	Avances	Pensions
Réserves-encaisse excédentaires	des réserves excédentaires	Nombre de jours				

249	.038	1	6	4.0	28.4	28.4
196	.027	1	6	3.0	48.1	48.1
201	.030	1	6	0.3	52.3	52.3
209	.031	4	9	15.2	90.5	90.5
477	.066	2	4	0.2	61.7	61.7
783	.099	-	1	-	1.6	1.6
668	.091	-	1	-	0.7	0.7
443	.066	-	2	-	5.2	5.2
401	.059	-	2	-	4.0	4.0
246	.036	1	5	0.5	25.8	25.8
270	.035	1	7	0.3	7.5	7.5
275	.036	1	3	0.3	17.8	17.8
255	.036	1	4	1.5	14.8	14.8
177	.023	1	6	1.4	58.6	58.6
262	.037	-	5	-	25.2	25.2
301	.036	1	8	1.3	57.0	57.0
224	.031	2	6	2.6	47.1	47.1
242	.030	2	8	1.0	81.5	81.5
244	.033	1	4	0.8	23.8	23.8
377	.052	-	6	-	81.6	81.6
480	.065	1	6	2.7	74.0	74.0
278	.034	1	8	0.5	68.4	68.4
301	.037	-	8	-	91.1	91.1
220	.027	1	7	2.1	72.9	72.9
228	.033	1	9	1.4	111.5	111.5
360	.043	1	10	1.4	157.7	157.7
229	.027	10	11	9.7	65.6	65.6

# ANNEXE TABLEAU II

## Réserve-encaisse des banques à charte

En millions de dollars, sauf indication contraire

Montant minimum requis:	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada	Dépôts à la Banque du Canada: Minimum requis	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables dans la période
-------------------------------	--	--	---	---

1976	Janvier	1-15	4 061	1 030	3 031	3 057	10
	Février	1-15	4 019	1 217	2 802	2 823	10
	Mars	1-15	3 954	1 039	2 915	2 958	11
	Avril	1-15	3 899	1 021	2 878	2 939	11
	Mai	1-15	3 900	993	2 907	2 947	10
	Juin	1-15	3 968	1 038	2 930	2 955	11
	Juillet	1-15	3 988	1 060	2 928	2 953	10
	Août	1-15	4 084	1 058	3 026	3 052	11
	Septembre	1-15	4 098	1 107	2 991	3 014	10
		16-30				3 014	11
	Octobre	1-15	4 109	1 101	3 008	3 032	10
		16-31				3 045	10
	Novembre	1-15	4 122	1 103	3 019	3 067	10
		16-30				3 044	11
	Décembre	1-15	4 180	1 089	3 091	3 119	11
		16-31				3 111	11
	Janvier*	1-15	4 405	1 102	3 303	3 328	9
		16-31				3 335	11
	Février*	1-15	4 445	1 303	3 142	3 163	11

\* Chiffres provisoires.

(1) Pour obtenir les chiffres de ces deux colonnes, on a divisé la somme des avances aux banques et des prises en pension effectuées avec les négociants du marché monétaire au cours de chaque période par le nombre de jours ouvrables compris dans la période.



# ANNEXE TABLEAU I

## Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles - En millions de dollars

	Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Titres de la B.E.L.	Autres éléments de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens		
						Banques à charte	Gouvernement canadien	Autres
1976								
Janvier	-289	-135	-40	+141	-661	+327	-6	+17
Février	+217	-308	-	-146	-12	-219	-5	-
Mars	+66	+89	-	+21	+85	+114	-9	-13
Avril	-66	+261	-42	-135	+79	-90	+12	+18
Mai	-32	+282	-	+43	+207	+68	+2	+15
Juin	+6	+235	-	-61	+201	+4	-15	-10
Juillet	-7	-112	-41	+252	+73	-15	+48	-14
Août	+283	-118	-	-86	-16	+132	-44	+6
Septembre	+135	-115	-	-125	-44	-45	-5	-11
Octobre	+24	-208	-49	+325	+11	+37	+11	+33
Novembre	+326	+597	-	-708	+162	+11	-1	+43
Décembre	-86	-131	-	+753	+446	+97	+16	-23
Total	+577	+337	-172	+274	+531	+421	+4	+61
1977								
Janvier	-340	+375	-40	-351	-609	+228	+11	+13



## Tableaux en annexe

chargé de gérer le Fonds des changes, la Banque du Canada a cherché, par ses opérations sur le marché des changes, à atténuer les fluctuations à court terme du cours du dollar canadien. Les réserves officielles du Canada se sont accrues de 517,8 millions de dollars en 1976 et s'établissent à 5 843,4 millions de dollars £-U. à la fin de l'année. Ces avoirs ont diminué de 572,6 millions de dollars £-U. au cours des deux premiers mois de 1977.

### Coopération monétaire internationale

Au cours de l'année 1976, la Banque du Canada a participé dans le cadre de la coopération monétaire internationale à deux accords financiers internationaux conclus en faveur du Royaume-Uni.

Le premier de ces accords fut conclu le 7 juin 1976 entre les autorités monétaires du Groupe des Dix et de la Suisse ainsi que de la Banque de Londres et de la Banque d'Angleterre. La part de la Banque du Canada dans cette ligne de crédit s'élevait à 300 millions de dollars £-U., dont 90 millions furent effectivement utilisés. Les sommes tirées ont été remboursées à l'échéance de l'accord le 9 décembre 1976.

Le second accord, qui est entré en vigueur le 8 février 1977, instaurait une ligne de crédit à moyen terme de 3 milliards de dollars £-U. que le Royaume-Uni pourra utiliser à l'occasion des réductions éventuelles d'avoirs officiels en sterling. L'accord prévoit que la Banque des règlements internationaux fournira, dans certaines circonstances, les ressources nécessaires pour financer la diminution des balances sterling officielles et pourra faire appel, au besoin, aux facilités de crédit à court terme renouvelables mises à sa disposition par les autorités monétaires de onze grands pays industrialisés. La Banque du Canada s'est engagée, au nom du gouvernement canadien, à participer jusqu'à concurrence de 100 millions de dollars £-U. au

financement de ce mécanisme. Le Directeur général du F.M.I. a consenti à aider à la mise en œuvre de l'accord.

Le but de cet accord est de diminuer l'impact d'une réduction du rôle du sterling comme monnaie de réserve sur les réserves officielles du Royaume-Uni. Les avoirs officiels en sterling ont diminué nettement à certaines occasions, ce qui a eu un effet perturbateur sur les politiques économiques du Royaume-Uni et constitué une source d'instabilité pour le système financier international. L'accord permet au Royaume-Uni de se protéger contre ces perturbations et vient suppléer au programme entrepris par le gouvernement britannique, conformément aux dispositions d'un accord de crédit «stand-by» de 3,36 milliards de D.T.S. (3,9 milliards de dollars £-U.) conclu avec le F.M.I. le 3 janvier 1977. En vertu de cet accord, le Royaume-Uni est disposé à remettre des obligations en devises aux actuels détenteurs officiels de balances sterling.



## Tableaux en annexe

chargé de gérer le Fonds des changes, la Banque du Canada a cherché, par ses opérations sur le marché des changes, à atténuer les fluctuations à court terme du cours du dollar canadien. Les réserves officielles du Canada se sont accrues de 517.8 millions de dollars en 1976 et s'établissent à 5 843.4 millions de dollars £-U. à la fin de l'année. Ces avoirs ont diminué de 572.6 millions de dollars £-U. au cours des deux premiers mois de 1977.

### Coopération monétaire internationale

Au cours de l'année 1976, la Banque du Canada a participé dans le cadre de la coopération monétaire internationale à deux accords financiers internationaux conclus en faveur du Royaume-Uni.

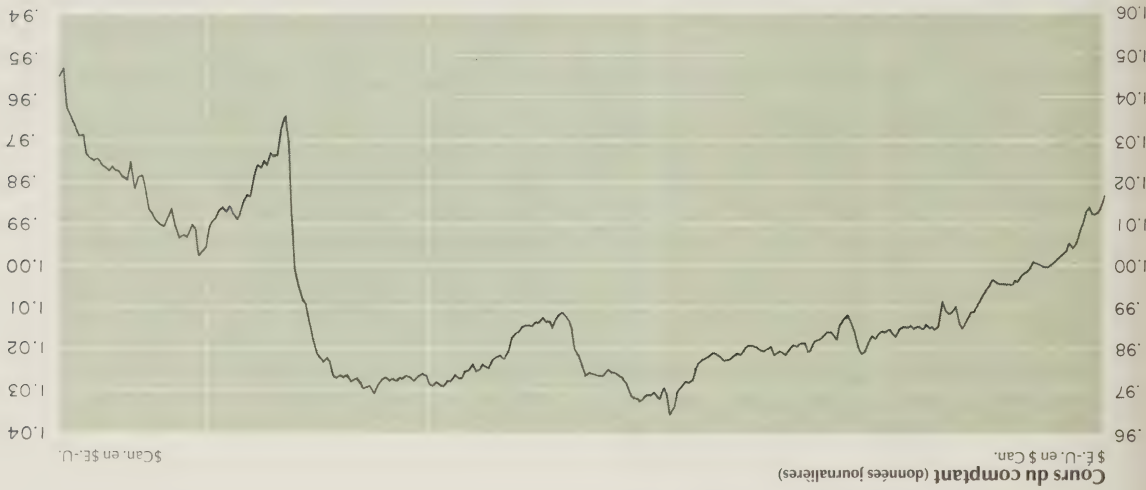
Le premier de ces accords fut conclu le 7 juin 1976 entre les autorités monétaires du Groupe des Dix et de la Suisse ainsi que de la Banque des règlements internationaux. Il portait sur une ligne de crédit «stand-by» à court terme de 5.3 milliards de dollars £-U. octroyée à la Banque d'Angleterre. La part de la Banque du Canada dans cette ligne de crédit s'élevait à 300 millions de dollars £-U., dont 90 millions furent effectivement utilisés. Les sommes tirées ont été remboursées à l'échéance de l'accord le 9 décembre 1976.

Le second accord, qui est entré en vigueur le 8 février 1977, instaurait une ligne de crédit à moyen terme de 3 milliards de dollars £-U. que le Royaume-Uni pourra utiliser à l'occasion des réductions éventuelles d'avoirs officiels en sterling. L'accord prévoit que la Banque des règlements internationaux fournira, dans certaines circonstances, les ressources nécessaires pour financer la diminution des balances sterling officielles et pourra faire appel, au besoin, aux facilités de crédit à court terme renouvelables mises à sa disposition par les autorités monétaires de onze grands pays industrialisés. La Banque du Canada s'est engagée, au nom du gouvernement canadien, à participer jusqu'à concurrence de 100 millions de dollars £-U. au

financement de ce mécanisme. Le Directeur général du F.M.I. a consenti à aider à la mise en œuvre de l'accord.

Le but de cet accord est de diminuer l'impact d'une réduction du rôle du sterling comme monnaie de réserve sur les réserves officielles du Royaume-Uni. Les avoirs officiels en sterling ont diminué nettement à certaines occasions, ce qui a eu un effet perturbateur sur les politiques économiques du Royaume-Uni et constitué une source d'instabilité pour le système financier international. L'accord permet au Royaume-Uni de se protéger contre ces perturbations et vient compléter au programme entrepris par le gouvernement britannique, conformément aux dispositions d'un accord de crédit «stand-by» de 3.36 milliards de D.T.S. (3.9 milliards de dollars £-U.) conclu avec le F.M.I. le 3 janvier 1977. En vertu de cet accord, le Royaume-Uni est disposé à remettre des obligations en devises aux actuels détenteurs officiels de balances sterling.

## Cours du change et réserves officielles



À la fermeture des marchés à la fin de l'année, le cours du dollar s'établissait à \$ E.-U. 0.9913 contre \$ E.-U. 0.9843 à la fin de 1975. Le cours élevé du dollar canadien ainsi que les fluctuations plus fréquentes enregistrées au cours de l'année s'expliquent par les entrées massives, mais parfois irrégulières, de capitaux à long terme. Vers la fin de novembre, la réduction de l'écart entre les taux d'intérêt pratiqués au Canada et aux États-Unis ainsi que les incertitudes provoquées par les résultats des élections

au Québec incitèrent le public à penser que le montant des emprunts effectués à l'étranger par les Canadiens diminuerait, tandis que le déficit de la balance des paiements courants de mesure était élevé. Le taux de change enregistra alors un brusque fléchissement. Après avoir temporairement regagné du terrain en décembre, le dollar a de nouveau régressé tout au long des mois de janvier et de février. À la fin de février, il s'établissait à \$ E.-U. 0.9563.

En sa qualité d'agent du ministre des Finances,

à la valeur nominale, des titres négociables en dollars canadiens et par un accroissement de 755 millions du montant des Obligations d'Épargne du Canada en circulation. Quant aux dépôts du gouvernement en dollars canadiens, ils ont diminué de 585 millions.

Le gouvernement s'est procuré 1 645 millions de dollars d'argent frais en accroissant l'encours des bons du Trésor. De ce chiffre, 1 420 millions ont été obtenus par voie d'augmentation de l'encours de bons à 3 et à 6 mois à l'occasion des adjudications hebdomadaires; le solde de 225 millions a été également obtenu à l'occasion des adjudications trimestrielles de bons à un an. Il convient de souligner que le montant des bons du Trésor détenus par le secteur non bancaire est passé de 559 à 1 429 millions de dollars.

L'encours, à la valeur nominale, des obligations négociables en dollars canadiens émises ou garanties par le gouvernement s'est accru de 1 828 millions. (On trouvera de plus amples renseignements à ce sujet au Tableau IV de l'Annexe.) De l'ensemble des obligations négociables émises par le gouvernement en 1976, 44% étaient des titres à moyen terme et 40% des titres à long terme. La préférence marquée pour ces titres à plus long terme a eu pour effet de prolonger l'échéance moyenne de l'ensemble des obligations en circulation émises ou garanties par le gouvernement, laquelle a augmenté de 13 mois pour s'établir à six ans et cinq mois; l'échéance de ces titres ne s'était pas prolongée depuis plus de dix ans. Les six emprunts obligataires lancés par le gouvernement en 1976 étaient presque identiques dans leur composition. Chacun d'eux comportait trois tranches: une tranche à court terme, une à moyen terme et une autre à long terme.

Les modalités de l'émission 1976-1977 d'Obligations d'Épargne du Canada furent annoncées le 9 septembre. Le taux de rendement moyen à l'échéance, en 1985, des obligations de cette émission fut fixé à 9.13%; 8½% pour la première année et 9¼% pour chacune des huit années restantes. Le montant maximum des

### Les opérations sur devises étrangères

La valeur du dollar canadien sur le marché des changes a été en moyenne de quelque 3% plus élevée en 1976 qu'en 1975, et le taux de change a accusé des fluctuations beaucoup plus considérables qu'au cours des années précédentes. Le dollar canadien a atteint son plus haut niveau de l'année, soit \$É.-U. 1.0389 au mois de juin, et touché son creux à \$É.-U. 0.9588 en novembre.

Les souscriptions autorisées par personne est passées de 25 000 à 15 000 dollars. L'émission suscitait beaucoup d'intérêt auprès des épargnants et fut retirée du marché le 22 novembre à la clôture des opérations, après que les objectifs eurent été atteints. Cette émission rapporta un montant brut de 2 171 millions de dollars. En raison des remboursements effectués, l'accroissement de l'encours des Obligations d'Épargne s'établit à 1 629 millions pour le dernier trimestre de 1976 et à 755 millions pour l'ensemble de l'année.

Jusqu'au 1<sup>er</sup> novembre 1976, les détenteurs d'obligations négociables 9¼% 1<sup>er</sup> février 1977 avaient la faculté de convertir ces titres au pair contre des obligations 9¼% 1<sup>er</sup> février 1982. Ainsi, 593 millions de dollars de titres ont été échangés, de sorte qu'il ne restait que 7 millions de dollars d'obligations de l'émission originale lorsque celle-ci est arrivée à échéance en février 1977. Quant aux détenteurs d'obligations 7% 1<sup>er</sup> juillet 1977, ils avaient, pendant la période de six mois comprise entre le 1<sup>er</sup> juillet et le 31 décembre 1976, la faculté de convertir ces titres au pair contre des obligations 7½% 1<sup>er</sup> juillet 1982. Seulement 1.2 million de dollars d'obligations de cette émission ont été échangées.

En mars 1976, le gouvernement procédait à l'annulation de 5.4 millions de dollars d'obligations 5½% 1<sup>er</sup> août 1980 et de 5.3 millions de dollars d'obligations 9½% 15 juin 1994. En décembre 1976, le CN procédait à son tour à l'annulation de 9.1 millions de dollars d'obligations garanties par le gouvernement canadien. Toutes ces obligations avaient été acquises en vertu des dispositions des fonds de rachat.



gouvernement canadien ont causé une augmentation de 3 473 millions de dollars de l'encours, En 1976, les opérations de financement du

## La gestion de la dette publique

de février, les taux d'intérêt à court terme ont diminué de  $\frac{1}{4}$  à  $\frac{1}{2}$  point et ils sont par la suite demeurés assez stables jusqu'à la fin du mois. Comme on peut le voir au Tableau III de l'Annexe, la valeur nominale des acceptations bancaires, ainsi que des obligations et des bons du Trésor du gouvernement canadien détenus par la Banque, a augmenté de 633 millions de dollars en 1976. Ce montant tient compte des variations qu'entraînent, au niveau de ce portefeuille, les opérations d'open-market, les prises en pension d'effets, les achats nets de bons du Trésor et d'obligations que fait la Banque à l'occasion des nouvelles émissions, ainsi que les transactions nettes effectuées avec les portefeuilles du gouvernement et avec d'autres clients. L'arrivée à échéance de 172 millions de dollars de «débentures» de la Banque d'expansion industrielle – qui sont devenues des engagements de la Banque fédérale de développement – a fait diminuer d'autant les avoirs de la Banque en titres de la B.E.I. Ces avoirs s'établissent à la fin de l'année à 858 millions de dollars. Les avoirs de la Banque en monnaies étrangères ont augmenté au cours de l'année de 288 millions de dollars, par suite des opérations temporaires de swap avec le Fonds des changes. Ces opérations de swap, qui s'effectuent à l'initiative de la Banque du Canada avec l'assentiment du ministère des Finances, visent à la fois à faciliter la politique de gestion des réserves-encaisse et à apporter une plus grande souplesse au calendrier des opérations de la Banque sur titres du gouvernement canadien. Ces swaps sont dénoués lorsque l'occasion se présente pour la Banque d'accroître son portefeuille de titres du gouvernement, par exemple lors des nouvelles émissions d'obligations, des adjudications de bons du Trésor ou de certaines opérations d'open-market.

\*Aux termes de la Loi sur les banques, les réserves secondaires d'une banque à charte comprennent ses avoirs en bons du Trésor du gouvernement canadien, ses prêts au jour le jour consentis aux négociants en valeurs mobilières, plus la portion des billets de la Banque du Canada et des dépôts auprès de la Banque du Canada qui excède le montant obligatoire de ses réserves-encaisse. L'exprime en pourcentage du passif-dépôts en dollars canadiens, ce coefficient détermine le montant minimum que chacune des banques à charte est tenue de maintenir en moyenne au cours d'un mois à titre de réserves secondaires.

partie les effets de la hausse saisonnière de la circulation fiduciaire sur les réserves-encaisse. Le 22 décembre, une nouvelle réduction de  $\frac{1}{2}$  point portait le taux d'escompte à 8  $\frac{1}{2}$ %. Cette seconde diminution se produisit plut tôt que ne l'avaient généralement prévue les milieux financiers. Le rendement des bons du Trésor baissa immédiatement d'environ  $\frac{3}{8}$  de point et le taux des autres titres à court terme, de  $\frac{1}{2}$  à  $\frac{3}{4}$  de point. Les milieux financiers ne tardèrent pas à anticiper une troisième réduction du taux d'escompte. Même si la Banque favorisait une tendance à la baisse des taux d'intérêt à court terme, elle désirait néanmoins en atténuer le rythme et c'est ainsi qu'elle resserra fortement sa politique de gestion des réserves-encaisse excédentaires dans les derniers jours de décembre. De plus, les pressions à la baisse sur les taux d'intérêt à court terme s'étant intensifiées, la Banque vendit sur le marché un montant très élevé d'obligations à court et à moyen terme et de bons du Trésor. Durant la première quinzaine de janvier 1977, la Banque continua de contrebalancer la baisse des taux d'intérêt à court terme en appliquant une politique restrictive de gestion des réserves-encaisse excédentaires des banques et en vendant des bons du Trésor dans le cadre de ses opérations d'open-market. Vers la mi-janvier, les taux d'intérêt s'étaient stabilisés. Le 1<sup>er</sup> février 1977, le taux d'escompte a été l'objet d'une nouvelle réduction de  $\frac{1}{2}$  point qui l'a ramené à 8%. Par la même occasion, le coefficient minimum des réserves secondaires\* des banques à charte a été réduit de  $\frac{5}{2}$  à 5%, mesure qui prit effet immédiatement. Ce coefficient avait atteint 9% quelques années auparavant, mais, par suite de réductions successives, il était tombé à 5  $\frac{1}{2}$ % au début de 1975. Au début

De la mi-mars au début d'avril, la Banque opposa une résistance encore plus forte aux pressions à la hausse qui s'exerçaient sur les taux du marché monétaire en achetant un montant important d'acceptations bancaires. Le montant des réserves-encaisse excédentaires mises à la disposition du système bancaire fut aussi augmenté considérablement pendant la deuxième quinzaine de mars et resta très élevé durant la période de réserve suivante, particulièrement au début de celle-ci. En dépit du niveau élevé des réserves-encaisse excédentaires et des achats massifs effectués par la Banque dans le cadre de ses opérations d'open-market, les taux du marché monétaire, entraînés par la hausse rapide des taux des certificats de dépôt émis par les banques, poursuivirent leur ascension durant la deuxième quinzaine de mars et restèrent jusqu'au début d'avril aux niveaux ainsi atteints. Cette évolution, au moins en partie, était liée à la vive diminution des avoirs liquides des banques survenue en mars et à la persistance d'une forte demande de crédit. En outre, les milieux financiers anticipèrent une nouvelle série de relèvements du taux d'escompte et des taux préférentiels des banques. Vers la seconde semaine d'avril toutefois, les mesures prises par la Banque du Canada produisirent l'effet désiré: les pressions à la hausse sur les taux d'intérêt se relâchèrent et, à la faveur d'une atténuation de la vive concurrence à laquelle se livraient les banques pour obtenir de gros dépôts, la plupart des taux du marché monétaire fléchirent de nouveau, puis se stabilisèrent. Par la suite, les banques à charte se mirent à reconstituer leurs portefeuilles d'avoirs liquides et les achats de bons du Trésor qu'elles effectuèrent se traduisirent par une baisse du taux de rendement de ces titres. La Banque opposa une certaine résistance à cette tendance en procédant en avril à des ventes de bons sur le marché.

Contrairement aux taux du marché monétaire à court terme qui affichèrent au printemps une tendance à la hausse, les taux de rendement des obligations à court terme du gouvernement canadien furent l'objet de pressions à la baisse à partir de la dernière quinzaine de mars, à cause surtout de gros achats effectués sur le marché par des non-résidents. C'est ainsi que la Banque fut amenée à procéder en avril, en mai et au début de juin à des ventes nettes d'obligations à court terme et à moyen terme du gouvernement canadien. De juin à fin octobre, les opérations de la Banque visèrent à maintenir les taux d'intérêt du marché monétaire au niveau auquel ils se situaient. Un tel objectif obligea la Banque à adopter, durant la majeure partie de l'été, une politique restrictive de gestion des réserves-encaisse, puisque le recul des taux d'intérêt aux États-Unis renforçait les anticipations d'une baisse des taux au Canada. Cependant, à la fin de juillet et au début du mois d'août, la Banque acheta sur le marché des bons du Trésor à court terme afin de modérer la hausse des taux de rendement de ces titres. Au cours de la deuxième quinzaine du mois d'août, la Banque fit le contraire et vendait des bons du Trésor pour contrecarrer la nouvelle tendance à la baisse affichée par ces titres. Les taux d'intérêt à court terme se mirent à baisser vers la fin d'octobre. La Banque du Canada assouplit alors sa politique de gestion des réserves-encaisse des banques, et les taux d'intérêt continuèrent de baisser progressivement.

Le 22 novembre, une réduction de  $\frac{1}{2}$  point ramena le taux d'escompte à 9%. La baisse des taux à court terme s'était accélérée en prévision de cette mesure et, comme les taux d'intérêt continuèrent à baisser, la Banque dut resserrer sa politique de réserves-encaisse excédentaires. Toutefois, au cours de la période de quatre jours chevauchant la fin de novembre et le début de décembre, la Banque procédait à des achats de bons du Trésor et d'acceptations bancaires à très court terme dans le but d'atténuer certaines pressions passagères particulièrement fortes que subissait le système bancaire. Ces achats de bons du Trésor et d'acceptations bancaires, ainsi que ceux qui furent effectués à la mi-décembre, eurent également pour résultat de compenser en

La présente section du Rapport contient un aperçu des opérations que la Banque du Canada a effectuées en 1976 et au début de 1977 pour mettre en œuvre sa politique monétaire et s'acquitter de ses attributions d'agent financier du gouvernement dans le cadre d'une part de la gestion de la dette publique et d'autre part des activités du Fonds des changes. Cette section traite également de la participation de la Banque du Canada à de récents accords monétaires internationaux.

**Les opérations effectuées dans le cadre de la politique monétaire**

Dans l'exécution de ses opérations journalières, la Banque du Canada tient compte des niveaux des taux d'intérêt à court terme qui lui paraissent, selon la conjoncture, le plus susceptibles de faciliter la réalisation de ses objectifs. Au cours de l'année 1976, la gestion quotidienne des réserves-encaisse a été plus énergique qu'elle ne l'a souvent été dans le passé, ce dans le but d'influencer plus rapidement le niveau des taux d'intérêt à court terme. De même, le volume et la fréquence de ses opérations d'open-market ont servi, au besoin, à tempérer les mouvements des taux d'intérêt et aide les marchés financiers à s'ajuster de façon ordonnée aux variations du taux d'escompte. Le Tableau II de l'Annexe retrace, par période de réserve, l'évolution des réserves-encaisse des banques à charte. Quant au Tableau III, il présente un relevé des opérations sur titres effectuées par la Banque du Canada au cours de chacun des mois de l'année.

Pendant les mois de janvier et de février 1976, la Banque du Canada a resserré de plus en plus sa politique de gestion des réserves-encaisse excédentaires afin de limiter le recul qu'enregistraient les taux d'intérêt à court terme au Canada, par suite notamment de la tendance à la baisse des taux d'intérêt américains. De plus, les ventes nettes, par la Banque, d'obligations à court et à moyen terme et la réduction de ses avoirs en bons du Trésor sont venues renforcer cette mesure restrictive. Les taux d'intérêt ont cessé de baisser à la fin de janvier pour s'inscrire de nouveau en hausse au début de février. Fin février début mars, cette tendance à la hausse se renforçait, et le taux d'escompte fut relevé le 8 mars 1976, passant de 9 à 9½%. Les taux du marché à court terme enregistrèrent immédiatement une vive hausse et la possibilité de nouvelles majorations des taux d'intérêt fut fortement envisagée. En réponse à cette situation, la Banque acheta sur le marché un montant substantiel de bons du Trésor dans le but de stabiliser les taux de rendement à court terme au haut niveau qu'ils avaient atteint. En même temps, elle augmentait sensiblement le montant des réserves-encaisse excédentaires mises à la disposition du système bancaire.





de titres n'ont pas empêché le coefficient des avoirs liquides libres de l'ensemble des banques de tomber de 8.1 à 7.3% en 1976. Les achats de titres effectués par les institutions parabancaires sont demeurés au haut niveau de 1975; au chapitre des opérations hypothécaires, il semble que l'accroissement plutôt lent des sorties de fonds au cours des deux dernières années ait encouragé au moins certaines institutions à consacrer une plus grande partie de leurs ressources à des achats de titres.

L'accroissement des avoirs de l'ensemble des principales institutions financières s'est accéléré en 1976 pour passer de 14% en 1975 à 16% en 1976, sous l'impulsion donnée surtout par les banques à charte. Exception faite de ces dernières, les sociétés de prêt hypothécaire liées aux banques à charte ont été les seules institutions financières dont l'expansion se soit considérablement accélérée en 1976 par rapport à l'année précédente. La progression accélérée de leurs avoirs s'est produite en dépit du ralentissement de la croissance de l'ensemble des prêts hypothécaires à la construction résidentielle en 1976, et les sociétés ont accru leur part du marché qu'elles détenaient.

Principaux avoirs des institutions financières<sup>(1)</sup>En milliards  
de dollars  
déc. 1976

Taux annuels de variation

Années

De déc.

1972 à

déc. 1973

De déc.

1973 à

déc. 1974

De déc.

1974 à

déc. 1975

De déc.

1975 à

déc. 1976

Institutions de dépôt	79,3	19	19	13	17
Banques à charte <sup>(2)</sup>					
Sociétés de prêt hypothécaire liées à					
des banques à charte	2,5	64	20	28	38
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire	22,9	21	16	17	18
Credit unions, caisses populaires					
et banque d'épargne du Québec	15,9	24	16	23	21
Total partiel	120,6	21	18	15	18
Institutions d'épargne contractuelle					
Compagnies d'assurance-vie	24,2	9	7	11	11
Caisses de retraite	23,5	14	13	15	14
Total partiel	47,7	11	10	13	12
Sociétés de financement ou de					
prêt à la consommation	10,3	18	16	9	6
Total	178,6	17	16	14	16

(1) Sauf en ce qui concerne les banques, les données de décembre 1976 sont des estimations.  
 (2) Principaux avoirs en dollars canadiens; moyenne des mercredis.

d'intérêts étrangers dans les industries canadiennes du pétrole, de la potasse et de la construction aéronautique.  
 L'entrée nette de capitaux à long terme résultant d'emprunts placés sur les marchés étrangers était plus que suffisante pour effacer le déficit considérable du compte courant de la balance des paiements. Aussi, le cours du dollar canadien a-t-il conservé sa fermeté jusqu'à la fin de 1976. Par la suite, étant donné la situation fondamentale de la balance des paiements, la baisse des taux d'intérêt et les premières réactions du marché aux résultats des élections au Québec contribuèrent à affaiblir le dollar.

La principale cause du recours accru des emprunteurs canadiens aux intermédiaires

financiers du pays en 1976 a été la progression des emprunts contractés par le secteur privé, particulièrement les entreprises, qui en général s'adressent davantage à ces institutions pour satisfaire leurs besoins de financement que les gouvernements. L'accroissement des emprunts des sociétés non financières s'est traduit en grande partie par une augmentation des emprunts auprès des banques. De plus, en 1976 les institutions financières, surtout les banques à charte, ont augmenté leurs achats nets de titres. Environ la moitié des achats de titres effectués par les banques était constituée d'obligations des sociétés et de papier à court terme. Les autres achats de titres effectués par les banques portaient sur des obligations du gouvernement canadien et des bons du Trésor, mais ces achats

acheter des titres émis sur le marché canadien. De plus, l'importance persistante de l'ensemble de leurs besoins de financement incita les emprunteurs canadiens à s'adresser aux marchés étrangers, où ils pouvaient lancer fréquemment des emprunts très importants. Bien que le volume net de titres émis sur les marchés canadiens en 1976 tant par les institutions financières que par les autres agents économiques ait dépassé les niveaux records de 1975, l'ensemble des nouvelles émissions de titres vendus à l'étranger par des Canadiens s'est chiffré à plus de 8 milliards de dollars, soit le double du montant recueilli en 1975. La plus grande partie de ces concours a été obtenue sur les marchés américains, mais le tiers des fonds est venu de l'euro-marché - actuellement en pleine expansion - auquel se sont adressées principalement les institutions financières et les entreprises des gouvernements provinciaux. Les emprunteurs canadiens ont été attirés par ce marché en partie parce qu'ils pouvaient y trouver un financement à plus long terme comparativement aux années précédentes et aussi parce qu'un volume croissant d'obligations libellées en dollars canadiens est négocié sur ce marché. De plus, les investisseurs étrangers, les pays de l'O.P.E.P. en particulier, ont acheté sur le marché canadien 1,5 milliard de dollars de titres. Le produit intégral de ces emprunts en devises étrangères n'a pas été immédiatement converti en dollars canadiens. En 1976, les dépôts bancaires en devises étrangères des résidents a marqué une forte progression qui s'explique par le fait qu'au moins une partie des fonds empruntés sur les marchés extérieurs avaient été gardés en prévision d'éventuels besoins en dollars E.-U. ou, dans certains cas, d'une dépréciation du dollar canadien.

Le solde traditionnellement excédentaire des investissements directs a fait place en 1976 à une sortie nette de fonds imputable au fait que la conjoncture était moins favorable au Canada pour les investissements et que des agences publiques canadiennes se sont portées acquéreurs

financement du secteur public accusaient de sorte que, en dépit d'une diminution des emprunts du secteur privé, le rapport de l'en-semble des emprunts à la dépense nationale est pratiquement resté au niveau déjà élevé en-registre en 1974. Toutefois en 1976, l'accrois- sement du montant des emprunts contractés par les principaux agents non financiers a été en grande partie imputable aux appels de fonds du secteur privé, notamment des sociétés. L'ac- croissement modéré des investissements fixes des entreprises conjugué à un fort redressement de la tendance des stocks au premier trimestre de l'année et à une faible progression des ressources d'auto-financement ont contribué à faire augmenter de 1,6 milliard de dollars les besoins de financement des sociétés non finan- cières en 1976. Bien que ces sociétés aient gonflé au cours de l'année leurs portefeuilles d'avoirs financiers et entrepris de modifier la structure de leur passif exigible, les ratios de liquidité n'ont pu être ramenés aux niveaux d'avant 1974.

L'élément le plus frappant en ce qui concerne les flux de crédit enregistrés en 1976 a été la modification notable de l'importance relative des principales sources de financement. Le pourcentage du financement total représenté par les concours obtenus de l'étranger par les principaux emprunteurs non financiers, après être passé de 9% en 1974 à 16% en 1975, s'est élevé à 22% en 1976. Parallèlement, les fonds canalisés par les intermédiaires financiers cana- diens ont progressé de 61 à 68%. Le recours accru à ces deux sources de financement est allé de pair avec une baisse des achats directs de titres effectués par les investisseurs canadiens.

L'accroissement de l'écart entre les taux d'intérêt à long terme en vigueur au Canada et à l'étranger - phénomène qui est apparu en 1975 et qui s'est maintenu pendant la majeure partie de 1976 - a grandement encouragé d'une part les emprunteurs canadiens à émettre des titres à l'extérieur et d'autre part les non-résidents à

# Financement obtenu par les principaux emprunteurs non financiers

En milliards de dollars

1973 1974 1975 1976

Emprunteurs	1973	1974	1975	1976
Emprunteurs non financiers	5.1	6.4	4.0	6.3
emprunts	—	0.2	0.3	0.4
papier à court terme	0.7	1.2	2.3	2.6
obligations	0.4	0.4	0.9	0.9
investissements directs des non-résidents	0.8	0.7	0.6	— 0.5 <sup>e</sup>
Emprunteurs hypothécaires <sup>(1)</sup>	6.3	6.2	7.2	7.8 <sup>e</sup>
Consommateurs	2.8	2.9	3.3	3.9 <sup>e</sup>
Ensemble du secteur privé	15.9	19.3	18.5	21.4 <sup>e</sup>
Provinces et municipalités <sup>(2)</sup>	0.4	0.3	0.4	0.1
emprunts	—	0.1	—	— 0.2
papier à court terme et bons du Trésor	1.0	1.2	1.4	1.5
de pensions du Canada	2.0	3.1	6.5	7.9
— autres	0.6	0.9	0.6	1.6
bons du Trésor	—	0.2	0.7	1.8
obligations négociables	— 0.4	2.4	2.7	0.8
Obligations d'épargne du Canada	3.3	8.7	12.6	13.4
Ensemble du secteur public	19.2	28.1	31.1	34.8 <sup>e</sup>
Ensemble du financement	7.1	8.0	7.7	9.8 <sup>e</sup>
institutions financières	—	—	—	—
prêts — banques	7.0	7.3	6.7	7.9 <sup>e</sup>
— autres institutions	0.0	1.4	— 0.0	1.5 <sup>e</sup>
— autres institutions	2.5	2.1	4.5	4.4 <sup>e</sup>
Ensemble des institutions financières	16.6	18.8	18.9	23.7 <sup>e</sup>
Titres achetés directement par les	—	—	—	—
investisseurs canadiens	— 0.4	2.4	2.9	0.9
— non négociables	— 0.6 <sup>e</sup>	1.5 <sup>e</sup>	0.7 <sup>e</sup>	— 0.4 <sup>e</sup>
— autres	0.5 <sup>e</sup>	1.8 <sup>e</sup>	4.5 <sup>e</sup>	8.2 <sup>e</sup>
Titres achetés par les non-résidents	0.8	0.7	0.6	— 0.5 <sup>e</sup>
Investissements directs des non-résidents	1.7	2.0	2.6	2.3
Secteur public	0.6	1.0	0.8	0.6
Banque du Canada	19.2	28.1	31.1	34.8 <sup>e</sup>
Ensemble du financement accordé	19.2	28.1	31.1	34.8 <sup>e</sup>

Emprunteurs

Entreprises non financières

emprunts

papier à court terme

obligations

actions

investissements directs des non-résidents

Emprunteurs hypothécaires<sup>(1)</sup>

Consommateurs

Ensemble du secteur privé

Provinces et municipalités<sup>(2)</sup>

emprunts

papier à court terme et bons du Trésor

obligations — achetées avec des fonds du Régime

de pensions du Canada

— autres

Gouvernement canadien

bons du Trésor

obligations négociables

Obligations d'épargne du Canada

Ensemble du secteur public

Ensemble du financement obtenu

Sources de financement

institutions financières

prêts — banques

— autres institutions

achats de titres — banques

— autres institutions

Ensemble des institutions financières

Titres achetés directement par les

investisseurs canadiens

— non négociables

— autres

Titres achetés par les non-résidents

Investissements directs des non-résidents

Secteur public

Banque du Canada

Ensemble du financement accordé

e: estimations.

(1) Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation. Non compris le montant net des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements ou leurs agences, particulièrement la S.C.H.L., qui figurent dans les besoins de financement des administrations intéressées.

(2) Y compris les emprunts contractés par les entreprises du secteur public. Les prêts accordés par le gouvernement canadien sont exclus.

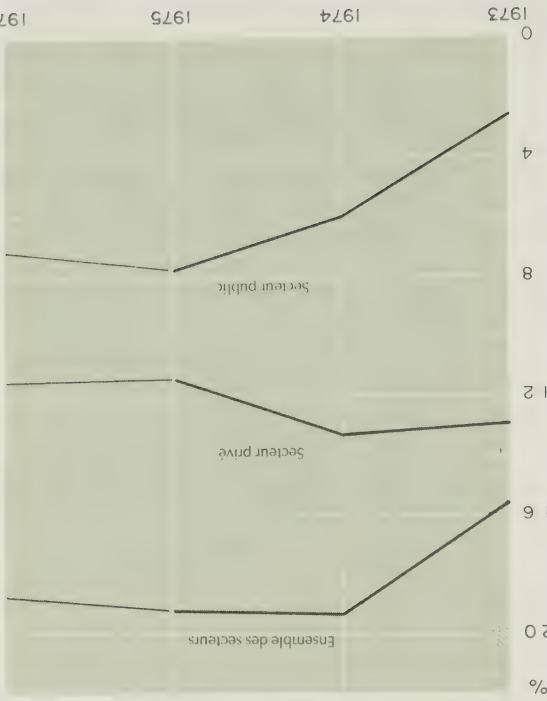


## Les flux de crédit et les intermédiaires financiers

En 1976, l'ensemble des nouveaux emprunts contractés par les principaux secteurs non financiers a progressé à un rythme voisin de celui de la dépense nationale brute. Toutefois, la proportion des nouveaux emprunts par rapport à la D.N.B., qui avait considérablement augmenté en 1974, est demeurée assez élevée, comparativement aux années précédentes. En 1974, la progression du ratio de l'ensemble des emprunts à la dépense nationale avait eu pour cause principale l'accroissement sensible des besoins de financement des gouvernements et de leurs entreprises. L'année suivante, les besoins de

## Financement obtenu par les principaux emprunteurs non financiers

En % de la D.N.B.



réductions du taux d'escompte mentionnées précédemment n'avaient pas encore produit tous leurs effets sur le niveau désiré de l'encaisse détenue par le public, la Banque du Canada jugea qu'il était nécessaire de faire baisser encore les taux d'intérêt pour ramener le taux de croissance de la masse monétaire à l'intérieur de la fourchette visée. Le taux d'escompte fut donc réduit une troisième fois de 1/2 point et abaissé à 8% le 1<sup>er</sup> février 1977.

Les taux de débiteurs et créditeurs fixés par les institutions financières furent ajustés à la baisse à la suite de chacune des trois réductions du taux d'escompte. Les taux préférentiels des banques à charte furent abaissés à trois reprises et diminuèrent de 1 1/2 point pour s'établir à 8 3/4%. Les taux des dépôts d'épargne sans droit de tirage par chèque furent également réduits à trois reprises, enregistrant un recul de 1 3/4 point, qui les a portés à 6 1/4% ; l'intérêt versé par les banques sur les dépôts à terme personnels diminua aussi dans la même proportion. De cette façon, les banques augmentèrent les marges entre les taux d'intérêt créditeurs et débiteurs qui avaient été comprises en mars. Les taux des prêts hypothécaires à l'habitation enregistrèrent au cours de cette période une baisse de 1 1/2 point, qui ramena le taux des prêts hypothécaires ordinaires à 10 1/4% et celui des prêts hypothécaires octroyés en vertu de la loi nationale sur l'habitation à 10%.

En général, les taux d'intérêt à court terme du marché ont suivi la baisse du taux d'escompte. De cette journée d'octobre où les taux du marché à court terme commencèrent à faiblir jusqu'au début de février, le loyer de l'argent recula de 1 1/2%. Par suite de la baisse enregistrée par la plupart des taux à court terme, le rendement des obligations à long terme baissa très rapidement en décembre. Ces derniers temps toutefois, les taux à long terme n'ont pas emboîté le pas à la nouvelle réduction des taux à court terme, mais ont plutôt eu tendance à se relever, encouragés en cela par la tendance à la hausse des taux à long terme aux États-Unis.

hausse temporaire du taux de rendement des obligations à long terme, mais une fois ces anticipations dissipées, les taux de rendement s'infléchirent de nouveau; au mois d'avril, ils étaient à un niveau à peine supérieur à celui qu'ils avaient atteint en février.

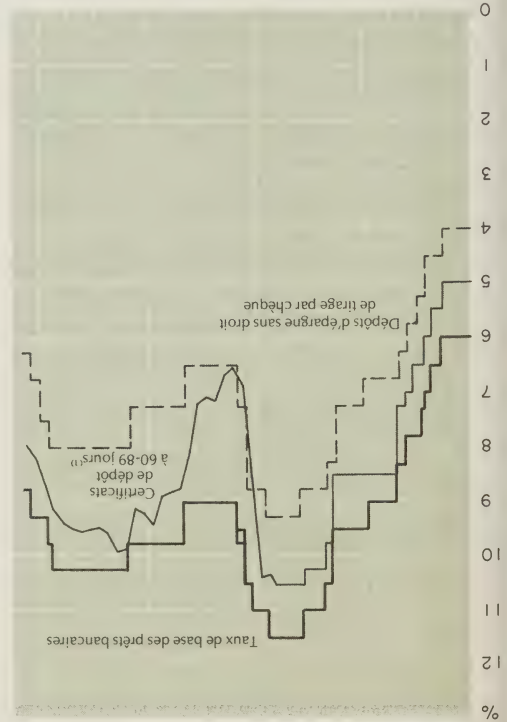
Les fluctuations des taux d'intérêt à court terme s'étant adoucies au cours de mars et d'avril, ces taux conservèrent une stabilité relative pendant tout l'été et le début de l'automne. Aux États-Unis, par contre, la structure des taux d'intérêt afficha un profil tout à fait différent au cours de cette période. Au printemps, la politique monétaire prit une orientation restrictive dans ce pays en réaction à une accélération de la croissance des agrégats monétaires, et les taux d'intérêt du marché à court terme enregistrèrent une vive hausse en mai et en juin. Toutefois, à la fin de juin le taux de croissance des agrégats monétaires était retourné à l'intérieur des fourchettes visées par le *Federal Reserve Board* et les taux d'intérêt entamèrent un mouvement à la baisse qui s'est poursuivi jusqu'à la fin de l'année. Le repli des taux d'intérêt aux États-Unis se traduisit par un accroissement considérable de l'écart qui existait déjà entre les taux à court terme américains et canadiens et exerça une pression à la baisse sur ces derniers. Pendant l'été, les opérations de la banque centrale au Canada visèrent à modérer l'incidence de cette pression. Parallèlement, le coût de la couverture à terme des risques de change sur le dollar canadien effaçait l'attrait exercé par le niveau plus élevé des taux d'intérêt à court terme canadiens, de sorte qu'il n'y a pas eu durant cette période de stimulant permanent susceptible de favoriser des entrées de capitaux à court terme couverts contre les aléas du change.

Les taux d'intérêt à long terme au Canada furent également stables durant le printemps et l'été. Cependant, à la fin d'août ces taux commencèrent à s'aligner sur ceux des États-Unis, qui allaient poursuivre leur mouvement à la baisse jusqu'en décembre. Même si l'écart qui

est apparu entre les taux à long terme canadiens et américains au premier trimestre de 1976 s'est modifié quelque peu en 1976, dans l'ensemble il s'est maintenu jusqu'à la fin de l'année. Étant donné l'importance des besoins de financement des emprunteurs canadiens, l'attrait des taux d'intérêt moins élevés pratiqués à l'étranger les encouragea à recourir beaucoup plus aux sources de financement de l'étranger en 1976. Les entrées de capitaux ainsi créées expliquent en partie la tendance à la baisse du loyer de l'argent et les pressions à la hausse qu'a subies le taux de change dans notre pays pendant la plus grande partie de l'année.

Durant les derniers mois de l'année, considérant le faible rythme de la croissance économique et la lente progression de M1 qui en découlait, la Banque du Canada atténua quelque peu la résistance qu'elle opposait à la tendance à la baisse des taux d'intérêt. Cependant, il aurait été difficile, en pleine campagne de vente d'Obligations d'Épargne du Canada, de prendre des mesures supplémentaires pour faire baisser les taux d'intérêt. Le 22 novembre, vu que le financement recherché avait été obtenu, l'émission fut retirée du marché. Le taux d'escompte fut aussitôt réduit de 9 1/2 à 9%. Du début d'octobre à la dernière semaine de novembre, les taux du marché à court terme avaient, à en juger par le taux du papier à 90 jours des sociétés de financement, diminué d'environ 3/4 de point. Cette chute des taux d'intérêt, conjuguée au climat d'incertitude engendré par le résultat des élections de la mi-novembre au Québec, contribua à provoquer un rajustement important du cours du dollar canadien, ce à un moment où il était considéré comme surévalué par bon nombre, vu l'ampleur du déficit de la balance canadienne des paiements courants. Pendant quelque temps, le taux de change et les marchés financiers intérieurs connurent une certaine instabilité. La situation corrigée, la Banque réduisit pour une seconde fois son taux d'escompte, qui passa ainsi à 8 1/2% le 22 décembre. À la fin de janvier 1977, alors que les

Quelques taux bancaires représentatifs



(11) Les chiffres de la période antérieure à novembre 1974 correspondent aux taux pratiqués dans le cadre de la convention dite de Winnipeg.

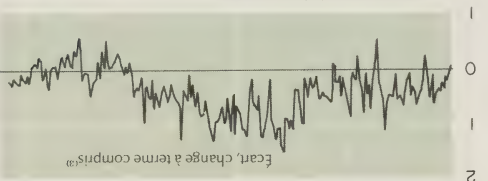
Canada



À court terme

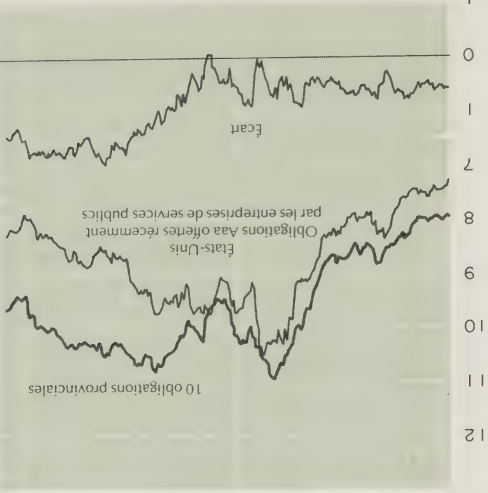


Taux à 3 mois



(12) Papier des sociétés de financement.  
(13) Papier commercial vendu par des négociants en valeurs mobilières.  
(14) Écart entre les taux en vigueur au Canada d'une part et aux États-Unis d'autre part, compte tenu du report ou du déport sur le dollar U.-U. au Canada.

Comparaison des taux pratiqués au Canada et aux États-Unis





À la suite de cette modification du taux d'escompte, les taux créditeurs et débiteurs des institutions financières furent ajustés à la hausse. Les taux préférentiels des banques furent relevés de  $\frac{1}{2}$  point pour s'établir à  $10\frac{1}{4}\%$ , tandis que le taux d'intérêt des comptes d'épargne sans droit

fut porté le 8 mars de 9 à  $9\frac{1}{2}\%$ . mars par un relèvement du taux d'escompte, qui mouvement à la hausse fut renforcé au début de Banque du Canada au début de février. Ce renversée sous la pression des opérations de la entamèrent une tendance à la baisse qui fut crédit. Tout d'abord, les taux à court terme modérer la forte demande de monnaie et de tives prises par la Banque du Canada en vue de d'intérêt aux États-Unis et les mesures restric- 1976, les taux d'intérêt ont été influencés par deux forces qui produisaient des effets con- traire: une tendance à la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis et les mesures restric- tives prises par la Banque du Canada en vue de

### L'évolution des taux d'intérêt

Pendant l'hiver et le début du printemps de 1976, les taux d'intérêt ont été influencés par deux forces qui produisaient des effets contraires: une tendance à la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis et les mesures restrictives prises par la Banque du Canada en vue de modérer la forte demande de monnaie et de crédit. Tout d'abord, les taux à court terme entamèrent une tendance à la baisse qui fut renversée sous la pression des opérations de la Banque du Canada au début de février. Ce mouvement à la hausse fut renforcé au début de mars par un relèvement du taux d'escompte, qui entraîna une hausse des taux d'intérêt préférentiels. Pendant un certain temps les opérations de la Banque du Canada visèrent à faire obstacle au renchérissement de l'argent sur le marché. Cet objectif fut atteint durant la deuxième semaine d'avril: les taux des gros dépôts à terme dans les banques tombèrent à  $9\frac{3}{4}\%$ , entraînant dans leur chute les autres taux d'intérêt à court terme.

La demande de crédit bancaire fut plutôt forte au cours de cette période, d'autant que les entreprises avaient besoin de fonds pour financer l'accumulation des stocks effectuée au premier trimestre. Devant la forte demande de crédit et la diminution rapide de leurs avoirs liquides, les banques à charte se livrèrent une vive concurrence pour l'obtention de gros dépôts à terme non personnels. Les taux de ces dépôts grimpèrent de près de 1 point, atteignant  $10\frac{1}{4}\%$ , ce qui eut tendance à pousser encore plus haut les taux du marché à court terme. Les taux du papier commercial étant devenus moins attractifs, le marché du papier fut délaissé par les entreprises, qui recoururent de nouveau à leurs lignes de crédit bancaires. La demande de crédit bancaire s'intensifia donc davantage suscitant des anticipations d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt préférentiels. Pendant un certain temps les opérations de la Banque du Canada visèrent à faire obstacle au renchérissement de l'argent sur le marché. Cet objectif fut atteint durant la deuxième semaine d'avril: les taux des gros dépôts à terme dans les banques tombèrent à  $9\frac{3}{4}\%$ , entraînant dans leur chute les autres taux d'intérêt à court terme.

La demande de crédit bancaire fut plutôt forte au cours de cette période, d'autant que les entreprises avaient besoin de fonds pour financer l'accumulation des stocks effectuée au premier trimestre. Devant la forte demande de crédit et la diminution rapide de leurs avoirs liquides, les banques à charte se livrèrent une vive concurrence pour l'obtention de gros dépôts à terme non personnels. Les taux de ces dépôts grimpèrent de près de 1 point, atteignant  $10\frac{1}{4}\%$ , ce qui eut tendance à pousser encore plus haut les taux du marché à court terme. Les taux du papier commercial étant devenus moins attractifs, le marché du papier fut délaissé par les entreprises, qui recoururent de nouveau à leurs lignes de crédit bancaires. La demande de crédit bancaire s'intensifia donc davantage suscitant des anticipations d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt préférentiels. Pendant un certain temps les opérations de la Banque du Canada visèrent à faire obstacle au renchérissement de l'argent sur le marché. Cet objectif fut atteint durant la deuxième semaine d'avril: les taux des gros dépôts à terme dans les banques tombèrent à  $9\frac{3}{4}\%$ , entraînant dans leur chute les autres taux d'intérêt à court terme.

Cette progression des taux à court terme constatée durant les premiers mois de 1976 freina la tendance à la baisse des taux de rendement des obligations à long terme, qui avaient fléchi en février d'environ  $\frac{1}{2}$  point par rapport à leur sommet de 1975. Le relèvement du taux d'escompte et les perspectives de nouvelles augmentations provoquèrent une

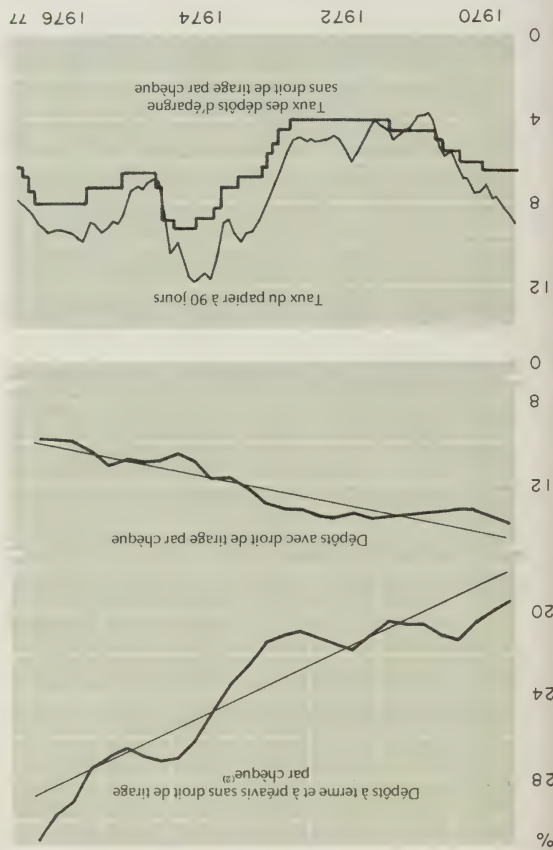
accélération en période de renchérissement du loyer de l'argent. Compte tenu d'une part du taux de croissance du revenu national en termes nominaux qui s'est maintenu en 1976 en dépit de l'affaiblissement de l'activité économique et d'autre part de la hausse enregistrée en septembre 1975 et en mars 1976 par les taux d'intérêt versés sur les dépôts bancaires, il n'est guère surprenant que les agrégats monétaires au sens large aient continué de croître pendant la plus grande partie de l'année 1976 à un taux sensiblement plus rapide que  $15\%$  l'an.

Étant donné que les agrégats au sens plus large englobent différents types de créances monétaires qui réagissent chacun de façon très différente aux variations du revenu et des taux d'intérêt, il est difficile d'interpréter et de prévoir leur comportement. Jusqu'ici, la Banque n'a pas jugé pratique, dans la mise en œuvre de la politique monétaire, de faire un usage intensif de ces agrégats au sens large et les a trouvés beaucoup moins utiles que l'agrégat de base, monnaie hors banques et dépôts à vue.

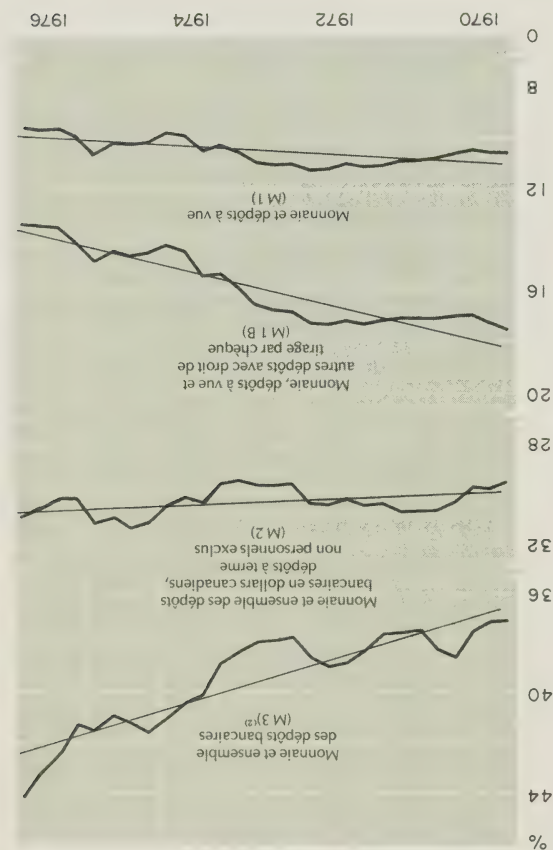


# **Dépôts bancaires et agrégats monétaires<sup>(1)</sup>** en % de la D.N.B.

Données désaisonnalisées, moyennes trimestrielles  
 sauf dans le cas des taux d'intérêt



(1) Non compris les dépôts du gouvernement canadien.  
 (2) Y compris les dépôts en monnaies étrangères des résidents canadiens.



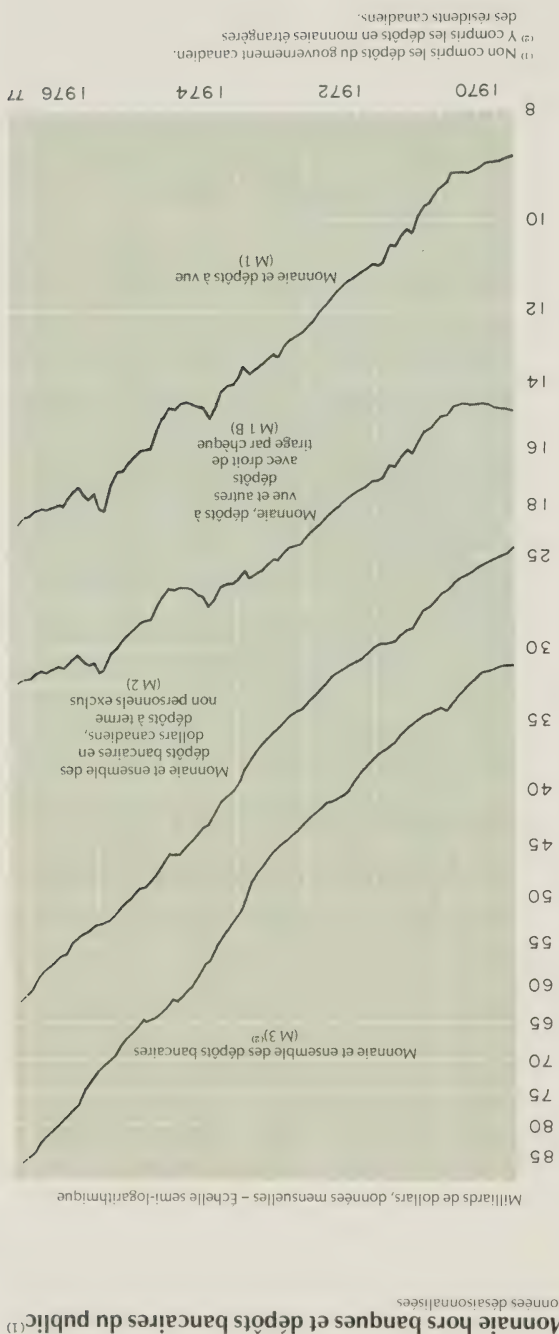
simplement pour effectuer des paiements. L'ensemble des répercussions de ces facteurs de courte durée sur la progression des dépôts s'est traduit par une croissance des agrégats monétaires plus larges qui, à la différence de celle de M<sub>1</sub>, a été légèrement supérieure à l'augmentation de la D.N.B. et s'est même

les comptes d'épargne et les comptes à terme. En réaction à cette situation, le public augmentait ses créances financières liquides sur les autres secteurs et se préoccupait moins du manque à gagner résultant du fait de garder sous forme d'encaisse de transaction une proportion des revenus plus grande que celle qui est requise

d'oeil révèle que l'addition des dépôts bancaires transférables par chèque aux données relatives à M1 (ce qui donne l'agrégat M1B) ne fait que réduire le taux tendanciel de croissance de la «masse monétaire» sans modifier de façon significative le profil de croissance de l'agrégat. Cependant, en ajoutant à M1B tous les autres types de dépôts d'épargne et de dépôts à terme dans les banques, on obtient (avec l'agrégat M3) des résultats très différents. En effet, non seulement le taux tendanciel de croissance de cet agrégat est beaucoup plus élevé que celui de M1, mais son profil sur longue période en est assez différent. En utilisant une définition intermédiaire de la masse monétaire ( $M_2$ ), qui comprend tous les dépôts personnels dans les banques à charte, la monnaie hors banques et les dépôts à vue, mais qui exclut les dépôts à terme non personnels, on obtient une courbe semblable à celle de l'agrégat le plus vaste.

Afin de faire ressortir le comportement très différent des deux principales composantes des agrégats monétaires au sens large, nous avons réuni au graphique de la page 27 deux courbes illustrant l'une l'évolution, au cours des sept dernières années, du ratio Dépôts d'épargne et dépôts à terme dans les banques/D.N.B. et l'autre l'évolution du ratio Dépôts avec droit de tirage par chèque/D.N.B. Cette comparaison permet de faire deux observations importantes. La première est l'accroissement, considérable sur longue période, du volume des dépôts d'épargne et des dépôts à terme – deux types de dépôts dont les taux d'intérêt sont ajustés périodiquement de façon à rester plus ou moins concurrentiels par rapport à ceux des autres instruments comparables du marché monétaire – que le public détient par dollar de D.N.B. Cette évolution contraste grandement avec la tendance à la baisse affichée par la portion de chaque dollar de D.N.B. représentée par les dépôts transférables par chèque dont la rémunération, généralement fixe, est ou bien nulle ou relativement faible. On déduit de cette observation que la plupart des gens ont désiré, à mesure que leur revenu

augmentait, garder une plus forte proportion de ce revenu dans des comptes productifs d'intérêt. La seconde observation importante qui se dégage de cette comparaison réside dans la divergence marquée des fluctuations à court terme enregistrées au cours de la période par chacune de ces deux catégories de créances monétaires par rapport à leur tendance à long terme, divergence qui est liée de toute évidence à la façon très différente dont ces créances ont réagi aux variations du niveau général des taux d'intérêt à court terme. Lorsque le niveau général des taux d'intérêt était en hausse, le public se montrait disposé à réduire plus rapidement qu'à l'ordinaire la fraction de chaque dollar de revenu détenue sous la forme de dépôts transférables par chèque, et ce, dans le but de bénéficier des taux d'intérêt plus élevés rattachés aux autres types d'avoirs financiers. Durant ces périodes, les banques faisaient face à une demande accélérée de prêts et, devant la compression du flux de dépôts transférables par chèque, redoublaient d'efforts pour attirer des dépôts d'épargne et des dépôts à terme, dont le coût est plus élevé. C'est ainsi qu'elles eurent tendance à faire monter les taux d'intérêt qu'elles étaient disposées à verser sur les dépôts. Ces taux d'intérêt alléchants incitèrent le public à accroître la fraction de chaque dollar de revenu qu'il déposait dans des comptes d'épargne et des comptes de dépôts à terme et à diminuer l'encaisse de transaction ainsi que les autres avoirs liquides qu'il détenait. Bien que les banques aient alors répercuté dans une large mesure sur les emprunteurs la progression rapide des coûts de leurs dépôts, l'augmentation des taux d'intérêt créditeurs semble avoir engendré en général un accroissement temporaire de la part du marché du crédit assurée par le système bancaire. Par contre, lorsque le niveau général des taux d'intérêt était à la baisse, ces tendances se renversaient. Les banques se montraient moins empressées à attirer des dépôts dont le coût était élevé et offraient des taux d'intérêt moins compétitifs sur



les dépôts à vue, a affiché une tendance de plus en plus marquée au cours de l'année à rester en deçà des niveaux que nous aurions pu prévoir à la lumière de notre connaissance des relations fonctionnelles dégagées de périodes passées. Depuis quelque temps déjà, les dépôts à vue aux États-Unis se comportent de façon analogue. Il y a donc lieu de penser que la portion de chaque dollar de revenu que le public juge utile de conserver en moyenne sous forme de dépôt à vue aux fins de transaction a tendance, depuis quelque temps, à diminuer un peu plus vite que par le passé. Bien que les causes de ce phénomène ne soient pas encore très bien connues, on peut se demander si la chute récente de M1 au-dessous de la fourchette visée à une importance économique aussi grande que celle que les statistiques suggèrent à première vue. Dans les mois qui viennent, la Banque étudiera ce problème de près pour déterminer s'il s'agit d'un phénomène qui est appelé à se maintenir ou à disparaître aussi rapidement qu'il était apparu. S'il se révèle que la diminution exceptionnelle rapide des encaisses de transaction que le public désire détenir pour chaque dollar de revenu reflète un changement d'habitudes durable, il sera dès lors nécessaire de tenir compte de ce changement dans la détermination des objectifs en matière d'expansion monétaire.

## La tendance des agrégats monétaires au sens large

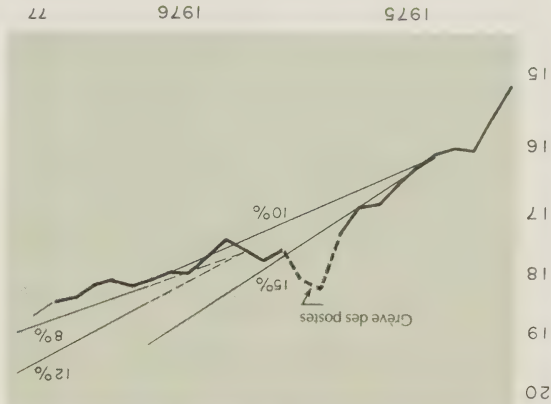
Le comportement des agrégats monétaires définis au sens large, qui comprennent en plus de la monnaie hors banques et des dépôts à vue, les dépôts d'épargne et les dépôts à terme dans les banques, a été en 1976 très différent de celui de M1. Les taux de croissance de ces agrégats monétaires ont non seulement été plus élevés que ceux de M1, mais, autant que l'on puisse en juger, ils n'ont guère diminué au fil des mois. Le graphique ci-contre permet de comparer l'évolution de M1 et de trois agrégats plus vastes au cours des dernières années. Un simple coup



# Masse monétaire et taux de croissance visés

Données désaisonnalisées

Monnaie et dépôts à vue  
Milliards de dollars, données mensuelles - échelle semi-logarithmique



En fait, du deuxième trimestre de 1975 au premier trimestre de 1976, la D.N.B. en termes nominaux augmenta à un taux annuel supérieur à 17½%. Dans ces conditions, la monnaie hors banques et les dépôts à vue que le public désirait détenir enregistrèrent également une forte augmentation, et l'on observa tout au long de la période une tendance persistante de la masse monétaire à dépasser la limite supérieure de la fourchette visée par la Banque. Pour contre-carrer cette tendance, la Banque procéda à deux majorations successives des taux d'intérêt à court terme. La première eut lieu au début de septembre 1975 et la seconde au début de mars 1976.

Au cours du second semestre de 1976, le rythme de croissance de la masse monétaire baissa brusquement; le taux tendanciel de croissance, qui était d'environ 15% l'an par rapport à la période de base, tomba alors à 10%, soit à la limite inférieure de la fourchette visée à l'époque, et resta à ce niveau tout au long de l'été. Ce ralentissement de la croissance de la masse monétaire était dû en partie au fait

qu'après une forte poussée au premier trimestre, le taux de croissance de la D.N.B. s'atténua considérablement jusqu'à la fin de l'année. En août, la Banque annonçait une révision à la baisse des objectifs d'expansion monétaire; le communiqué précisait que, dès lors, la fourchette visée pour le taux tendanciel de croissance de la monnaie hors banques et des dépôts à vue serait calculée par rapport au niveau de M1 enregistré durant la période de base centrée sur mars 1976 et s'établirait entre 8 et 12% l'an. Le choix de ce nouvel objectif s'inspirait de l'opinion qu'un taux de croissance de M1 se situant à l'intérieur de cette plage serait compatible avec le double objectif d'une croissance raisonnable de la production réelle et d'une réduction progressive du taux d'inflation.

Peu après que la Banque eut annoncé ce nouvel objectif, il devint clair que le rythme de croissance de M1 se situait au-dessous de la limite inférieure visée, situation qui persista jusqu'à la fin de l'année. Bien que le ralentissement de la croissance économique, il ne faisait aucun doute que des mesures correctives s'imposaient. C'est ainsi qu'à trois reprises, en novembre et en décembre 1976, puis en février 1977, les taux d'intérêt à court terme furent ajustés à la baisse. Il était encore beaucoup trop tôt à la fin de février pour que ces mesures eussent produit pleinement leurs effets d'accroissement sur la croissance tendancielle de la masse monétaire et ramené cette dernière à un niveau plus conforme aux objectifs économiques de la Banque. De la période de base centrée sur mars 1976 à janvier 1977, le taux de croissance de M1 aura été de 6% l'an; les premières estimations indiquent qu'en février la croissance de M1 s'est rapprochée quelque peu de la fourchette visée.

Si l'on tient compte du niveau de la D.N.B. et des taux d'intérêt à court terme enregistrés en 1976, on voit que l'une des composantes de M1,



## La politique monétaire et les objectifs en matière d'expansion monétaire

Depuis quelque temps déjà, la politique monétaire suivie au Canada vise à maintenir l'expansion monétaire à un rythme qui permette à la fois d'assurer une croissance raisonnable de l'activité économique et d'atténuer l'inflation. Sur le plan pratique, un tel objectif implique une réduction progressive, mais soutenue, du taux de croissance de la monnaie hors banques et des dépôts à vue ou M1, agrégat monétaire qui se limite essentiellement aux principales formes de monnaie utilisées au Canada pour effectuer des paiements.

À l'automne 1975, la Banque du Canada annonçait pour la première fois les limites qu'elle avait fixées à l'expansion monétaire. Pour commencer, elle essaya de maintenir le taux tendanciel de croissance de M1 à un niveau qui serait nettement inférieur à 15% l'an, mais qui ne serait pas de moins de 10%. Le choix d'une telle fourchette traduisait le désir de la Banque d'éviter une réduction trop brusque ou trop draconienne du taux d'expansion monétaire. Le caractère modéré de cet objectif initial est évident, si l'on pense qu'un taux annuel de croissance monétaire ne dépassant pas 4 à 5% l'an serait probablement suffisant, en régime de stabilité des prix, pour maintenir à son niveau le taux moyen de croissance à long terme de la production.

À la lumière des relations fonctionnelles fondées sur l'expérience passée, on considéra qu'un taux de croissance monétaire voisin du centre de la fourchette visée, soit environ 12% l'an, serait suffisant pour assurer une croissance du revenu national en dollars courants de l'ordre de 13 à 14% l'an, sans que pour cela les taux d'intérêt ne doivent être modifiés. La mesure dans laquelle un flux de dépenses globales de cet ordre pourrait entraîner en fait un taux satisfaisant de croissance de la production et de l'emploi dépendrait essentiellement du comportement des salaires et des prix. Si le rythme de croissance des coûts en salaires et des prix ne ralentissait pas, la dépense globale aurait tendance à augmenter davantage que ne le permettrait le taux de croissance visé de la masse monétaire, ce qui entraînerait une hausse du loyer de l'argent. Dans ces circonstances, l'augmentation des taux d'intérêt tendrait à freiner la croissance des dépenses et par conséquent à modérer le rythme d'accroissement des prix. Cependant, si le rythme de croissance des salaires et des prix ralentissait, les taux d'intérêt n'auraient pas à augmenter, de fait, si les progrès enregistrés dans la lutte contre l'inflation étaient suffisamment rapides, le loyer de l'argent diminuerait, favorisant ainsi une accélération de la croissance de la production et de l'emploi.

L'amélioration de la productivité s'est apparemment traduite en 1976, abstraction faite des versements d'augmentations rétroactives, par une certaine atténuation de la tendance à la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, après déduction de ces rappels, l'augmentation du coût de la main-d'œuvre par unité produite s'établit à 101/4% sur l'ensemble des quatre trimestres de 1976, contre 117/2% l'année précédente. L'amélioration de la tenue des prix intérieurs s'explique principalement par les répercussions particulières qu'ont eues pour les consommateurs l'offre abondante de produits alimentaires au Canada et le relâchement des prix des produits échangés sur les marchés internationaux.

Les cours des matières premières assez sensibles aux fluctuations de la demande ont encore baissé en 1976. Au printemps et au début de l'été, on assista à une hausse passagère de ces cours, en particulier du prix des métaux, due aux anticipations de raffermissement de la demande dans les pays industrialisés; toutefois, une légère baisse a été de nouveau enregistrée au second semestre. Sous l'effet du ralentissement de la croissance de l'activité industrielle, les cours des métaux eurent tendance à baisser par rapport aux sommets atteints au milieu de l'année; cette baisse coïncida avec un fléchissement des prix de la viande et des grains, imputable à un accroissement des approvisionnements. Ces pressions à la baisse ont plus que compensé la tendance à la hausse qui se faisait sentir à des degrés divers au niveau d'autres produits, notamment d'un certain nombre de denrées alimentaires d'origine tropicale et de fibres naturelles. Le renchérissement des produits finis vendus sur les marchés internationaux s'est également modéré en 1976. Dans ce contexte, étant donné la tenue relative-ment ferme du cours affiché par le dollar canadien pendant la plus grande partie de l'année, les prix à l'exportation et à l'importation, et par voie de conséquence les prix des produits canadiens sensibles aux variations de la conjoncture internationale, augmentèrent dans des proportions relativement modestes.

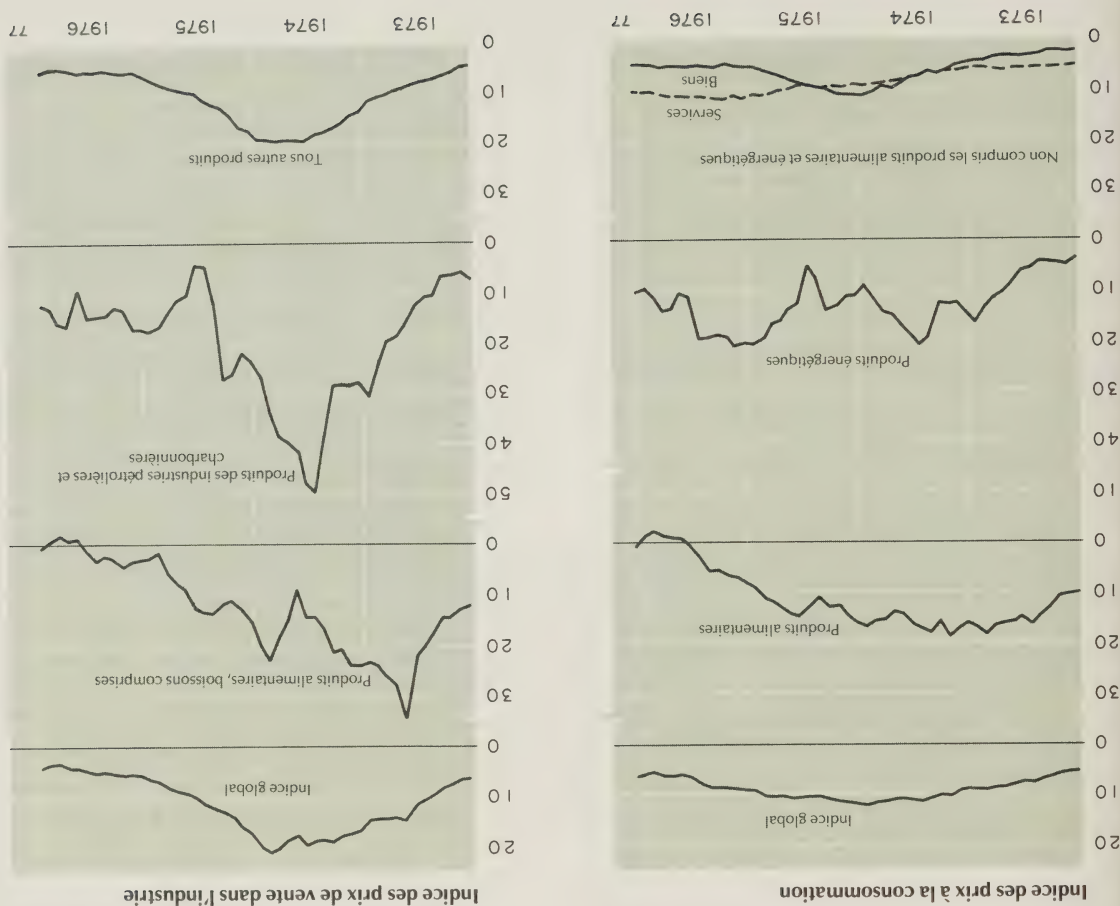
Les facteurs mentionnés précédemment ont fortement influé sur les prix de vente dans l'industrie canadienne, dont la hausse a continué de s'atténuer progressivement en 1976. Au dernier trimestre, l'indice global des prix affichait une progression de 4% seulement par rapport à l'année précédente. Ces facteurs ont également influé sur l'évolution des prix à la consommation. À la fin de 1976 et au début de 1977, la croissance sur douze mois de l'indice des prix à la consommation avait été ramenée à approximativement 6%, après avoir touché un creux de 5.6% à l'automne. Cependant, les prix de détail des denrées alimentaires se sont maintenus à peu près au niveau de l'année précédente, tandis que l'indice des prix à la consommation, produits alimentaires exclus, progressait de 8.5% contre 9.75% en 1975. Les prix des biens de consommation autres que les denrées alimentaires et l'énergie n'ont augmenté que de 57/4% à la fin de 1976 par rapport à la fin de 1975, mais dans le secteur des services, où les coûts de main-d'œuvre représentent une proportion plus grande du coût total et où la pression de la concurrence internationale est relativement faible, les prix ont encore augmenté d'environ 11% comparative-ment à la fin de 1975.

# Taux de variation des prix intérieurs

Périodes de 12 mois

de derniers mois, n'aurait pas été aussi modérée moyenne des salaires, tout au moins au cours si de telles mesures n'avaient pas été prises. Il ne fait pas de doute que l'atonie des bénéfices des entreprises en 1976 est partiellement due aux mesures limitant d'une part la répercussion des coûts sur les prix et, d'autre part, les marges de profit. Toutefois, il semble que la plupart des entreprises fonctionnaient en deçà de ces limites et qu'il faille par conséquent

chercher la principale cause de la contraction des marges bénéficiaires du côté de la demande et des coûts. En effet, dans le secteur de la production des biens d'équipement, la langue des marchés a, selon les apparences, grandement influé sur la baisse des bénéfices. Au surplus, les conflits de travail qui ont entraîné, au moins jusqu'à l'automne, un nombre sans précédent de pertes en journées-homme ont été, eux aussi, de nature à faire baisser les profits.





active et de la libéralisation des normes relatives aux prestations d'assurance-chômage intervenue au début de la présente décennie, que le taux de chômage associé à un niveau donné de tension sur le marché du travail est beaucoup plus élevé de nos jours qu'il n'était il y a quelques années.

### Les revenus, les coûts et les prix

Bien que le taux de croissance nominal d'environ 12% enregistré en 1975 par le revenu global (P.N.B.) ait été maintenu en 1976, la progression de cet agrégat a considérablement ralenti au second semestre, période où elle est tombée à un taux annuel de moins de 10%. Un ralentissement comparable a été observé au chapitre de la masse salariale, qui constitue environ 3/5 de l'ensemble du P.N.B. À la fin de 1976, le revenu et les bénéfices comptables des sociétés avaient eux aussi sensiblement diminué par rapport à la fin de l'année précédente; de même, les revenus nets des agriculteurs, en termes de comptabilité d'exercice, ont de nouveau fléchi par rapport au sommet atteint en 1974.

L'incidence considérable des augmentations versées en 1976 conformément aux clauses rétroactives de conventions collectives dont la conclusion avait été différée a contribué à la forte amélioration du revenu du travail. Ces versements ont été particulièrement importants dans le secteur public au Québec, surtout au deuxième et au dernier trimestre de l'année. Étant donné que les sommes versées à ce titre sont imputables aux périodes précédentes, le fait qu'elles aient été comptabilisées en 1976 a pour effet d'exagérer légèrement l'augmentation réelle du revenu moyen par employé au cours de cette année. Néanmoins, même en faisant abstraction de ces versements rétroactifs extraordinaires, le revenu par employé a augmenté en moyenne de près de 12% en 1976 par rapport à l'année précédente. La statistique des gains hebdomadaires moyens enregistre souvent des fluctuations assez irrégulières, de sorte qu'il n'est pas facile de déterminer les éventuelles variations de sa tendance; il semble toutefois

Tout indique par conséquent que l'augmentation des salaires nominaux s'est progressivement ajustée aux directives de la Commission de la lutte contre l'inflation. On ne peut savoir avec certitude ce qu'aurait été l'évolution des salaires nominaux, et par conséquent des prix, en l'absence des contrôles institués, mais il y a tout lieu de croire que l'augmentation s'est établie à 9 1/2%.

des salaires sur la durée des contrats de ce type trimestre de l'année, l'augmentation moyenne sensiblement diminuée. Au cours du dernier pas de clause d'indemnité de vie chère a aussi cadre de conventions collectives ne comportant l'ampleur des augmentations octroyées dans le. Toutefois, il convient de faire remarquer que l'accroissement du revenu qui en découle. de vie chère, elle a tendance à sous-évaluer l'incidence potentielle des clauses d'indemnité aux accords salariaux tend à sous-estimer peu moins de 10%. Vu que la statistique relative d'augmentation pour la première année d'un trais était d'un peu plus de 8%, et le taux d'augmentation moyenne sur la durée des con- chaque trimestre. Au dernier trimestre de 1976, les nouveaux accords salariaux ont diminué à tome de 1975, les augmentations accordées par programme de lutte contre l'inflation, à l'augmentation de 22%. Depuis l'adoption du en moyenne à 18%. Pour la durée des contrats tandis que les augmentations de première année s'établissaient chapitre de la masse salariale, qui constitue environ 3/5 de l'ensemble du P.N.B. À la fin de 1976, le revenu et les bénéfices comptables des sociétés avaient eux aussi sensiblement diminué par rapport à la fin de l'année précédente; de même, les revenus nets des agriculteurs, en termes de comptabilité d'exercice, ont de nouveau fléchi par rapport au sommet atteint en 1974.

La croissance de la moyenne des gains devrait maintenant ralentir si l'on en juge par la forte tendance à la modération dont témoignent les accords salariaux conclus récemment dans le cadre des principales conventions collectives. Les ententes signées au cours des neuf premiers mois de 1975 prévoyaient des augmentations annuelles moyennes des taux de base de 18% pour la durée des contrats tandis que les augmentations de première année s'établissaient en moyenne à 22%. Depuis l'adoption du programme de lutte contre l'inflation, à l'automne de 1975, les augmentations accordées par les nouveaux accords salariaux ont diminué à un taux annuel de 10%, niveau le plus faible observé depuis la fin de 1973.

qu'un certain ralentissement de son taux de croissance se soit produit en 1976. Au second semestre, la croissance de la moyenne des gains hebdomadaires du secteur privé non agricole est descendue à un taux annuel de 10%, niveau le

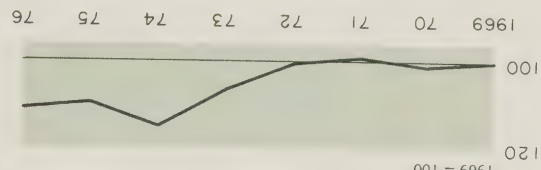




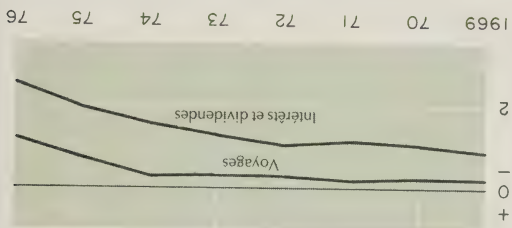
## Echanges commerciaux



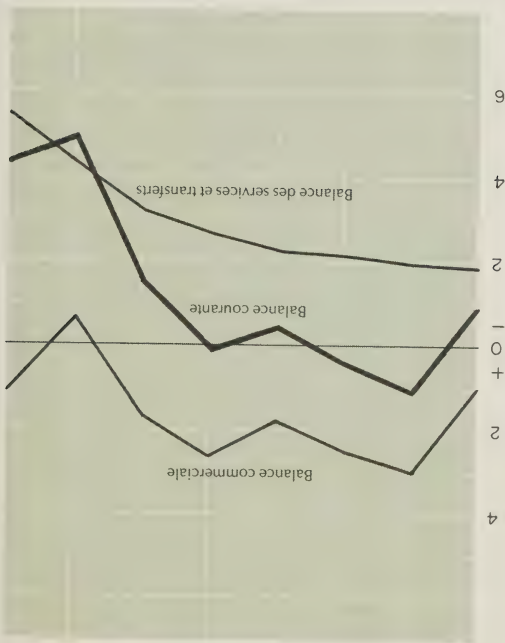
## Termes de l'échange



## Balance des services



## Composantes de la balance courante



## La production et l'emploi

La reprise cyclique de la production amorcée à l'automne 1975 dans le secteur non agricole (principalement dans les industries manufacturières, la construction et les mines) s'est poursuivie jusque vers la fin du printemps, moment où la production atteignait le niveau

record du début de 1974. Par la suite cependant, un affaiblissement de la demande conjugué aux répercussions des conflits de travail – notamment des grèves qui ont paralysé pendant longtemps la construction en Colombie-Britannique et au Québec – ont donné à la reprise une allure assez terne pendant le reste de l'année.

malgré une forte réduction des livraisons de pétrole. Cet accroissement de la demande n'a toutefois pas entraîné de hausse significative des prix à l'exportation. De fait, la hausse enregistrée a été minime, vu l'évolution des prix sur les marchés internationaux et la tenue du dollar canadien, dont le cours est resté relativement élevé pendant presque toute l'année. Les prix à l'importation sont restés stables eux aussi en 1976 et les termes de l'échange ne se sont guère modifiés, ce qui a permis au Canada de conserver les importants gains accumulés depuis 1972. Après avoir accusé une baisse en 1975, les importations en volume se sont redressées à la faveur de l'évolution de la consommation plutôt que de celle des investissements.

Le solde déficitaire de la balance courante, qui avait grimpé à 5 milliards de dollars en 1975, a été ramené à environ 4 $\frac{1}{4}$  milliards de dollars en 1976. La diminution de ce déficit est imputable à un renversement conjoncturel du solde de la balance commerciale, qui est passé d'un déficit d'environ 750 millions en 1975 à un excédent de plus de 1 milliard de dollars en 1976. Près des trois quarts des gains ainsi réalisés ont toutefois été absorbés par le déficit croissant de la balance des invisibles. Les paiements nets au chapitre des intérêts ont augmenté environ de moitié, tandis que les dépenses de voyage des Canadiens, aux États-Unis surtout, progressaient sensiblement. De fait, depuis 1973 le déficit au titre des intérêts, des dividendes et des voyages a augmenté de plus de 2 milliards de dollars; ce chiffre représente près de la moitié de l'augmentation du déficit de la balance courante qui s'établit, pour la même période, à 4 $\frac{1}{2}$  milliards. Par ailleurs, le solde de la balance commerciale a diminué de plus de 1 $\frac{1}{2}$  milliard par rapport à 1973, par suite notamment de la mévente des produits manufacturés. Le déficit commercial au poste des produits finis (y compris les véhicules automobiles et les pièces) a encore augmenté au cours des trois dernières années de 3,5 milliards de dollars, atteignant presque 10 milliards.

fait accusé une légère augmentation en 1976, mais celle-ci a été inférieure à la progression des coûts; aussi le taux de formation de capital fixe en termes réels était-il moindre à la fin de 1976 qu'au début de l'année. Les investissements liés à la production d'énergie, qui répondent dans une assez large mesure à des considérations à long terme et dont une grande partie est effectuée par des entreprises du secteur public, ont continué d'afficher une certaine vigueur en 1976; par contre, dans les autres secteurs, où la croissance des investissements en termes réels avait déjà donné des signes d'essoufflement en 1975, la formation de capital a connu un recul appréciable. Les investissements ont été particulièrement faibles dans le secteur manufacturier, dont la compétitivité a été plus directement touchée par la pression des coûts.

La consommation de biens et de services des pouvoirs publics, soit la partie des dépenses publiques qui entre directement dans la D.N.B., a progressé assez fortement en 1976 en raison d'une augmentation considérable des dépenses des provinces et des municipalités. Toutefois, l'ensemble des dépenses du secteur public a enregistré en 1976, par suite notamment d'une diminution de la croissance des allocations moins versées aux ménages, une progression moins rapide qu'en 1975 et à peine supérieure à celle de la D.N.B. en termes nominaux. Si l'on ne considère que les dépenses du gouvernement fédéral, le taux d'augmentation se situe en dessous de celui de la D.N.B. La position nette des divers niveaux de gouvernement, en termes de comptabilité nationale, ne s'est guère modifiée en 1976, après être passée d'un excédent de 2 milliards de dollars en 1974 à un déficit de 4 milliards en 1975. Si le déficit ne s'est pas accru de façon significative en 1976 par rapport à l'année précédente, c'est que les recettes fiscales ont, par suite notamment de certaines mesures budgétaires, augmenté davantage en 1976.

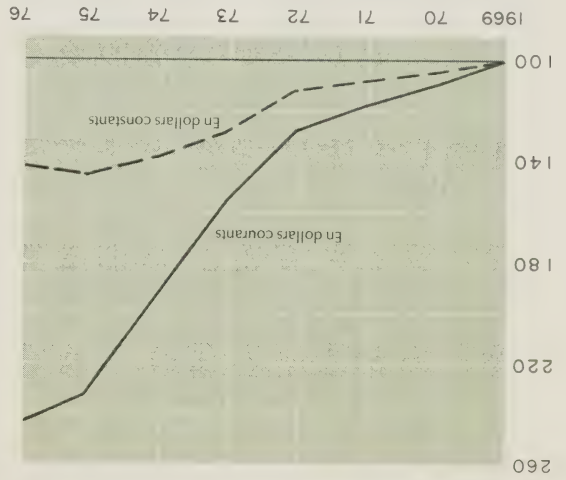
Le raffermissement de la demande extérieure, surtout aux États-Unis, s'est traduit en 1976 par une augmentation en volume des exportations,



## Investissements fixes des entreprises, logements exclus

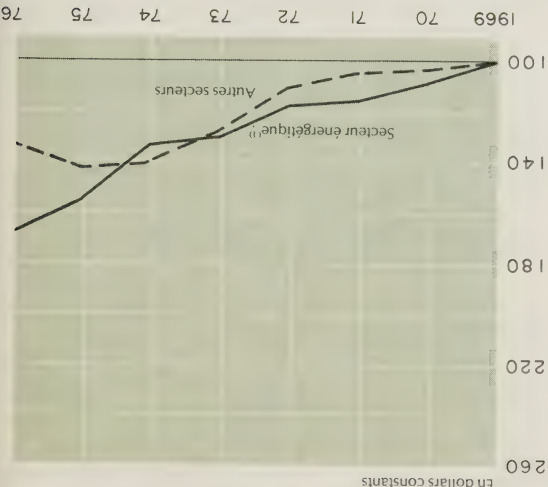
1969 = 100

## Ensemble des investissements



<sup>111</sup> Comprend les investissements destinés à l'extraction du pétrole et du gaz naturel, à la fabrication de produits à base de pétrole ou de charbon, à la production d'électricité et à la construction de pipe-lines.

## Secteur énergétique et autres secteurs

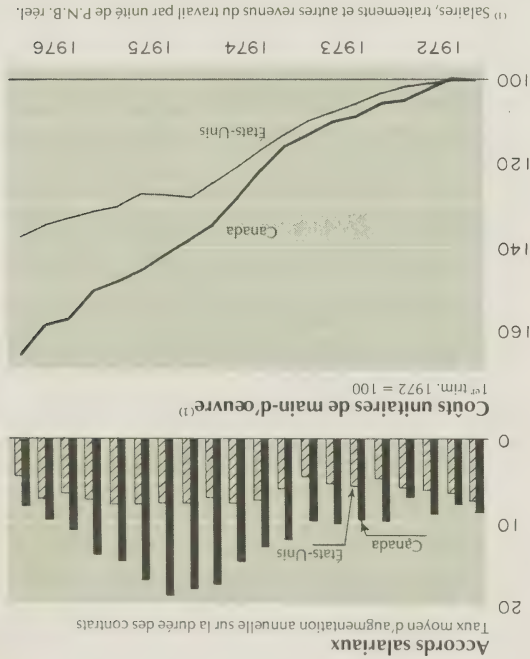
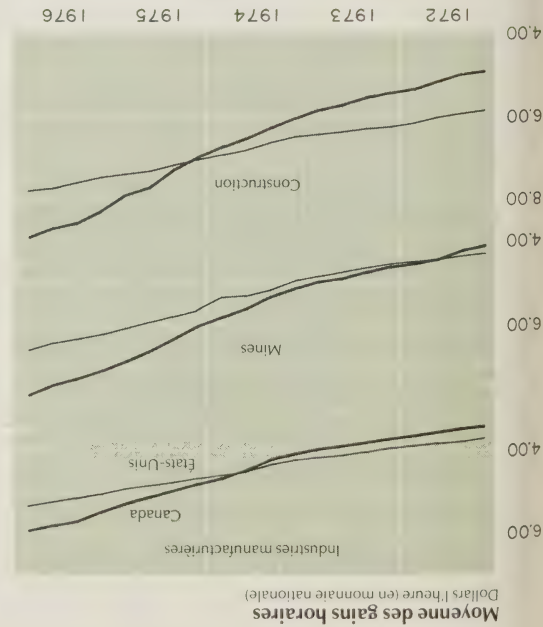


s'expliquer par le recul de l'inflation et par le processus normal d'ajustement de l'épargne aux variations à court terme du revenu disponible. En ce qui a trait à la construction des logements, le ralentissement de la croissance s'explique surtout par le fait que la construction avait connu une activité tout à fait exceptionnelle en 1975. Le haut niveau enregistré dans les premiers mois de 1976 s'est maintenu pendant toute l'année. De fait, les mises en chantier ont atteint un nouveau record de plus de 270 000 unités, chiffre beaucoup plus élevé que celui qui avait été prévu, ou visé, au début de l'année. Cette augmentation a été grandement stimulée par un éventail de programmes gouvernementaux destinés à augmenter le nombre des logements à prix modique. En outre, les fonds affectés au financement hypothécaire ont été assez abondants tout au cours de l'année. Toutefois, vers la fin de l'année, il y avait de plus en plus lieu de se demander si la demande parviendrait à absorber

sans difficulté les logements dont la construction devait se terminer au début de 1977. Depuis quelque temps, les taux hypothécaires se détiennent, et il semble que les prix des logements existants connaissent un certain fléchissement, imputable peut-être non seulement à un déséquilibre entre l'offre et la demande mais aussi au fait que l'atténuation générale de l'inflation a diminué l'attrait des investissements dans l'immobilier.

En raison de l'ampleur des marges de capacité inutilisée et de l'atonie des bénéfices, les investissements fixes des entreprises ont été faibles en 1976 et ils semblent avoir diminué davantage au fil des mois. Les grèves survenues dans l'industrie du bâtiment ont constitué à certains moments d'importants obstacles à la réalisation des projets d'investissements, mais il ne semble pas qu'elles aient été la cause prédominante de la faiblesse des investissements. Les dépenses d'investissement ont de





(1) Salaires, traitements et autres revenus du travail par unité de P.N.B. réel.

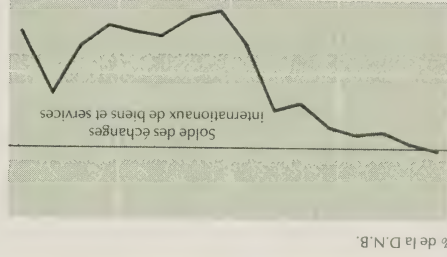
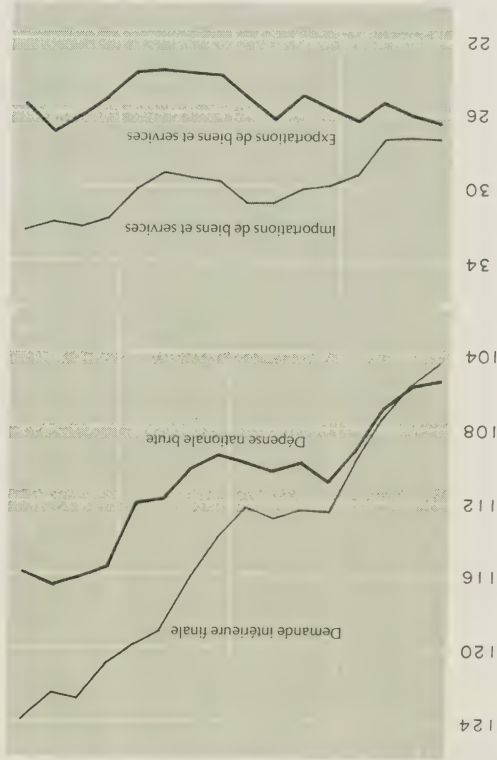
En dépit de cette tendance à l'amélioration, les coûts en main-d'œuvre ont continué de grimper en 1976 à un rythme beaucoup plus rapide au Canada qu'aux États-Unis. Même si l'écart considérable qui est apparu ces dernières années entre les coûts en main-d'œuvre au Canada et aux États-Unis ne donne qu'une idée approximative du degré de compétitivité de notre économie, il fait bien ressortir la situation relative-ment difficile des entreprises canadiennes face à la concurrence étrangère.

## Demande intérieure et extérieure

En 1976, le chiffre des ventes intérieures finales a progressé, en valeur et en volume, à un rythme inférieur à celui de l'année précédente; cette croissance a du reste ralenti au second semestre par rapport au premier. Sur l'ensemble de l'année, la demande intérieure finale a augmenté de près de 3 1/2% en volume. Ce taux de croissance est sensiblement égal à celui de la dépense nationale brute à prix constants, mais la progression en volume des ventes intérieures finales a été beaucoup plus régulière. La croissance en termes réels des dépenses au titre de la consommation et de la construction de logements a ralenti en 1976 par rapport à l'année précédente, mais elle a été supérieure à celle de la D.N.B. à prix constants. La progression du revenu disponible réel des ménages, qui a été elle aussi moins importante que l'année précédente, a néanmoins atteint 4 1/2%; la demande de biens de consommation a de plus été stimulée par la tendance du taux d'épargne des ménages à diminuer par rapport aux sommets atteints précédemment, ce qui pourrait

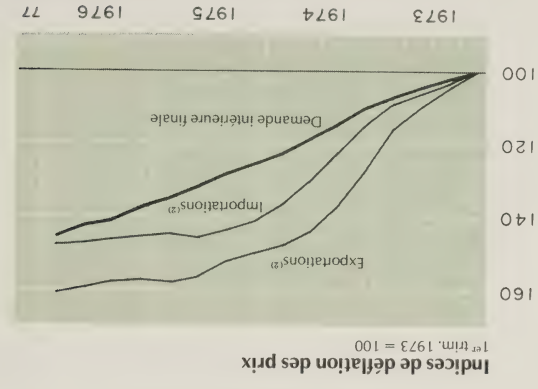
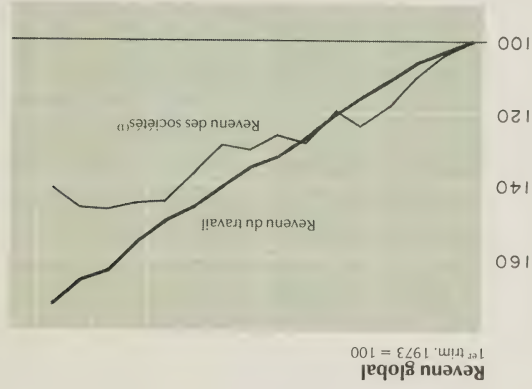
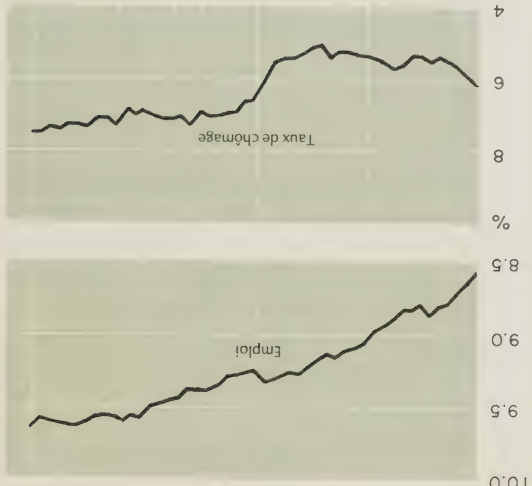
Demande intérieure et extérieure

Milliards de dollars de 1971



Marché du travail

Millions de personnes



(1) Comprend les bénéfices, les provisions pour amortissement du capital et l'ajustement de réévaluation des stocks.

(2) Biens et services.

En 1976, le profil de l'évolution économique au Canada a été fortement influencé par l'allure hésitante de la reprise à l'étranger et par un certain nombre de tensions, d'incertitudes et d'épineux problèmes d'ajustement internes liés pour la plupart à l'inflation. Néanmoins, des gains significatifs ont été enregistrés au début de l'année du côté de la production et de l'emploi, et la course entre les prix et les salaires a pu être considérablement atténuée. La croissance des taux de rémunération a connu une baisse appréciable au cours de l'année, encore qu'il ait été difficile, au départ, d'harmoniser les accords salariaux avec les directives du programme anti-inflation. Selon l'indice des prix à la consommation, la tenue des prix a été en fait meilleure que prévu pour la première année du programme de lutte contre l'inflation, en raison de l'évolution favorable et inattendue des prix des produits alimentaires. Les Canadiens ont ainsi connu pour la plupart un accroissement appréciable de leur revenu disponible réel. Mais, comme ce fut le cas en 1975, ces résultats ont été accompagnés de développements qui ne sauraient, semble-t-il, persister indéfiniment: importants déficits budgétaires aux divers niveaux de gouvernement, fléchissement notable des revenus du secteur agricole, dégradation des perspectives d'investissement dans le secteur privé et forte dépendance de la consommation canadienne à l'endroit de biens et services d'origine étrangère, dont l'importation a été financée par un recours sans précédent à des emprunts à long terme à l'étranger. Bien que le déficit du compte courant ait enregistré une certaine baisse cyclique en 1976, la tendance des coûts incite à croire que les progrès réalisés sur le plan de la lutte contre l'inflation n'ont pas été suffisants pour empêcher que la position concurrentielle du Canada face à ses principaux

partenaires commerciaux ne continue de se détériorer. La croissance du produit national brut en dollars courants s'est maintenue, au cours des premiers mois de 1976, à un rythme annuel de plus de 15% mais, vers la fin de l'année, elle est tombée à un taux moyen de moins de 10%. Au premier trimestre, la dépense et la production avaient été stimulées par une accumulation considérable des stocks et par une reprise des exportations qui avait été retardée par certains conflits de travail. Par la suite, le volume des exportations canadiennes enregistra une croissance ralentie, puis une diminution imputable principalement à l'affaiblissement de la reprise économique à l'étranger, tandis que la demande intérieure perdait elle aussi de sa vigueur. À ce chapitre, la diminution des investissements des entreprises fut particulièrement remarquable. Toutefois, le fléchissement de la dépense s'accompagna d'un net ralentissement de l'inflation. Pour la première fois depuis 1973, l'accroissement de l'indice de déflation de la dépense nationale, l'indicateur le plus complet de l'évolution des prix canadiens, enregistra une hausse inférieure à 10%. Ce résultat s'explique principalement par les effets particuliers de l'abondance exceptionnelle des récoltes sur les prix des produits alimentaires et par la persistance de la tendance à la baisse des prix à l'exportation et à l'importation. Si les importantes majorations rétroactives des salaires et des traitements ont eu tendance à masquer l'amélioration de la tenue des coûts intérieurs, la moyenne des gains hebdomadaires a par contre augmenté moins rapidement en 1976 qu'en 1975, et l'incidence de ce ralentissement sur les coûts en main-d'œuvre et sur les prix a été renforcée par une augmentation de la productivité, la première qui ait été un tant soit peu significative depuis 1973.





nécessaires à la croissance continue de notre économie. Il est illusoire d'escamoter une tenue satisfaisante des coûts et des prix qui soit durable si le taux d'expansion monétaire est trop élevé. J'essais depuis assez longtemps déjà de faire comprendre que la Banque est très consciente de cette réalité et qu'elle s'est engagée sans réserve à agir en conséquence. Les Canadiens devraient fonder leurs décisions sur la perspective d'un ralentissement de la croissance tendanciellement de la masse monétaire au Canada qui finira par atteindre un rythme compatible avec une croissance économique sans inflation. Les groupes socio-économiques ne devraient en aucun cas s'attendre à ce que la Banque du Canada finance leurs activités inflationnistes par une vague d'expansion monétaire; il sera particulièrement important de s'en souvenir lorsque le Canada aura commencé à supprimer les mesures de contrôle direct.

Si les Canadiens continuent de se comporter de façon positive face à la stratégie de progression par étapes, s'ils agissent en tenant compte de la conjoncture des marchés, la tendance au ralentissement des coûts et des prix se poursuivra, la situation économique s'améliorera, et l'évolution de la situation monétaire viendra renforcer ce processus. Une inflation moins rapide entraînera une diminution des besoins de financement et de la demande de monnaie, provoquant ainsi une baisse des taux d'intérêt. L'atténuation des appréhensions face aux possibilités d'inflation dans l'avenir renforcera la détente des taux d'intérêt à long terme. Tout cela aura pour effet d'encourager les investissements fixes, de favoriser un accroissement de la productivité et de stimuler l'emploi au Canada. Tout cela aidera aussi à corriger le déséquilibre des paiements extérieurs en réduisant le montant des emprunts contractés à l'étranger ainsi que le solde déficitaire de la balance courante.

Si au contraire les Canadiens cessent de se comporter d'une façon positive face aux mesures anti-inflationnistes, la situation évoluera en sens inverse. Si de nombreux groupes

socio-économiques tentent de faire monter les salaires et les prix de façon excessive, s'imaginant à tort que la politique monétaire permettra cette inflation, ils n'y gagneront rien, car une partie du flux des dépenses qui aurait pu servir à stimuler la production et l'emploi sera inévitablement absorbée par ces hausses de coûts et de prix. Il en résultera une baisse de l'emploi soit dans les industries en cause, soit dans d'autres secteurs de l'économie. C'est donc dire que la situation économique se détériorerait et que nous aurions perdu, pour longtemps peut-être, cette chance que nous avons maintenant d'asseoir nos perspectives d'avenir sur des bases économiques durables.

Au cours des prochaines années, la politique monétaire et le comportement des Canadiens seront jugés en ces termes: Ont-ils contribué à réduire l'inflation, à accroître l'efficacité de l'économie et à rendre au Canada sa compétitivité internationale? Ce sera là la pierre de touche des initiatives de tous les groupes de la société, car tous doivent se reconnaître une part de responsabilité dans la poursuite de ces objectifs. Notre pays jouit sur le plan économique d'avantages naturels si grands qu'il ne fait aucun doute que nous pouvons non seulement maintenir un niveau de vie élevé, mais encore l'améliorer dans un cadre économique mondial fortement compétitif. Nous devons toutefois regarder les choses en face et passer à l'action.

dernières années, est certainement une manière de se créer des difficultés pour l'avenir. Nous avons donc tout intérêt à mettre de l'ordre dans notre balance des comptes avec l'étranger.

La situation peu brillante de nos échanges et de nos paiements extérieurs est en grande partie le résultat direct de l'inflation des coûts et des prix au Canada. Elle est en fait une manifestation de nos difficultés économiques internes et au fond elle ne peut être corrigée sans que la situation interne ne s'améliore. Pour que la baisse enregistrée de novembre à février par le cours du dollar canadien entraîne une amélioration durable de notre position concurrentielle, il est indispensable que nous parvenions à mieux maîtriser nos coûts et nos prix.

Puisque la cause de nos difficultés actuelles aux plans de l'emploi et du commerce extérieur réside dans la persistance de pratiques inflationnistes, il est impensable que l'on puisse venir à bout de ces problèmes en pratiquant des politiques financières à ce point expansionnistes qu'elles encourageraient les comportements inflationnistes, ou encore en recourant à des politiques protectionnistes. De telles politiques ne feraient qu'envenimer la situation.

Une manière beaucoup plus sûre d'accroître l'emploi au Canada et d'améliorer la situation de notre balance commerciale consiste à poursuivre le processus de ralentissement de la hausse de nos coûts de production amorcé en 1976. Il faut donc continuer à modérer le rythme de croissance des revenus nominaux et pratiquer des politiques financières compatibles avec la stratégie de progression par étapes.

J'ai dit plus haut que je trouvais des motifs d'encouragement dans le fait que l'escalade des revenus nominaux a été atténuée en 1976. Sans doute de nombreux facteurs ont-ils contribué à ce résultat. La politique anti-inflationniste des pouvoirs publics a tempéré les anticipations inflationnistes et contribué à créer un climat plus compétitif au sein de notre économie, ce qui a rendu les majorations de prix plus difficiles, les employés moins enclins à revendiquer des

hausse de salaire ou de traitement inflationnistes et les employeurs moins disposés à les accorder. À mon avis, le contrôle direct des revenus appliqué par la Commission de la lutte contre l'inflation aura été bénéfique à cet égard. Au moment de la rédaction de ce Rapport, les mérites de ce programme sont remis en question et d'aucuns proposent qu'on l'abolisse prochainement. Bien qu'il soit difficile de déterminer le moment le plus propice à l'abandon d'un tel programme ou encore la meilleure façon de le faire – et nous devrions commencer à apprendre à nous en passer – il importe de se demander si une levée hâtive de ces contrôles serait de nature à améliorer ou non la tenue des coûts et des prix au Canada. Dans la mesure où certains groupes socio-économiques attendent en fait l'abolition des contrôles pour voir grimper leurs revenus nominaux ou les prix, le bien-fondé d'une levée prochaine des contrôles paraît moins évident.

Le bien-être économique des Canadiens continuera de s'améliorer dans la mesure où les effets du ralentissement de la croissance des revenus nominaux sur les coûts iront de pair avec une amélioration de notre productivité nationale, c'est-à-dire de l'efficacité de notre appareil de production. La croissance de la productivité dans le secteur privé exige une main-d'œuvre qualifiée et énergique, des entrepreneurs compétents et dynamiques, ainsi que des capitaux pour financer les investissements en biens d'équipement susceptibles d'améliorer l'efficacité de notre appareil de production. Elle exige en outre que les perspectives de profits soient suffisamment alléchantes pour couvrir les risques liés aux nouveaux investissements. Si pour une raison quelconque ce préalable n'est pas satisfait, l'amélioration souhaitée de notre efficacité ne se produira pas.

L'amélioration de la productivité dans le secteur public est tout aussi souhaitable et en grande partie soumise aux mêmes exigences.

La politique monétaire a un rôle primordial à jouer dans le rétablissement des bases solides

Même si notre attitude est pragmatique plutôt que doctrinaire, nous n'avons nullement l'intention de renoncer à notre détermination de réduire progressivement le rythme tendanciel de l'expansion monétaire jusqu'à ce qu'il atteigne un niveau plus compatible avec la stabilité des coûts et des prix.

Si, comme je le crois, on peut considérer comme très encourageants les progrès accomplis au Canada en 1976 dans la modération des attitudes et des comportements inflationnistes, il n'y a, par contre, dans la situation actuelle rien qui justifie une attitude de complaisance. En réalité, le chemin qui reste à parcourir est long et la route ne me paraît pas facile.

Il n'est jamais facile pour un pays de se remettre du choc causé par une inflation aiguë. L'inflation est un phénomène qui ébranle la confiance qu'ont les gens dans l'équité des processus économiques et suscite chez eux le besoin de défendre leurs intérêts avec une certaine agressivité. Elle mine cette modération et ce sens des responsabilités qui constituent les fondements des sociétés libres. C'est pourquoi une attitude de tolérance face aux pratiques inflationnistes ne constitue pas pour la collectivité une façon efficace de poursuivre ses objectifs. C'est également pourquoi il est difficile pour une économie de se remettre de l'inflation. La confiance et la modération se cultivent; elles ne s'acquiescent pas du jour au lendemain.

Nos difficultés actuelles se trouvent aggravées par les incertitudes d'ordre économique engendrées par les tensions politiques qui se sont manifestées au sein de la Confédération. Je suis d'avis pour ma part que ces difficultés finiront par être surmontées et que notre pays demeurera uni; toutefois, elles ne peuvent entre-temps qu'affecter l'activité économique.

Le taux d'inflation relativement élevé des coûts et des prix continue d'être fortement préjudiciable à la santé de notre économie. Nous nous octroyons encore des accroissements de revenus

nominaux plus élevés que ne le justifie notre rendement au travail. Au cours des dernières années, le revenu nominal moyen des personnes ayant un emploi a augmenté beaucoup plus rapidement au Canada qu'aux États-Unis, sans que la production par employé au Canada ne se soit accrue, elle aussi, d'avantage qu'aux États-Unis. C'est ainsi que le Canada est devenu un pays à coûts de production élevés. Il n'est devenu que trop évident que nos coûts ont augmenté trop rapidement pour nous permettre de concurrencer efficacement les États-Unis et d'autres pays dans de nombreux domaines où nous ne jouissons pas d'avantages naturels ou traditionnels marqués. Et il ne semble pas pour l'instant que la relative dégradation de nos coûts de production se soit interrompue. Aussi longtemps que cette situation durera, on ne saurait espérer établir les bases solides nécessaires à la création continue d'emplois sur laquelle reposera notre prospérité future.

Le taux d'inflation relativement élevé de nos coûts intérieurs a de toute évidence influé sur nos échanges et nos paiements internationaux. En dépit du fait que notre économie n'a pas connu de surchauffe en 1975 et en 1976, notre balance courante s'est soldée pendant ces années par des déficits considérables. Il est vrai que les efforts que nous avons déployés en vue de réduire l'inflation se sont répercutés sur le cours de notre monnaie mais, dans les circonstances, l'ampleur inhabituelle du déficit de notre balance courante laisse fortement supposer que nous avons perdu des emplois au Canada, surtout parce que nos prix n'étaient plus compétitifs ni sur notre propre marché ni sur les marchés étrangers et que notre désavantage continuait à s'aggraver. Il peut être opportun de faire appel à des concours étrangers et d'accroître la dette extérieure lorsqu'on augmente sa capacité de production à un rythme exceptionnellement rapide sans avoir sur place toutes les ressources nécessaires; mais s'endetter pour se payer un supplément de biens de consommation, comme nous l'avons fait ces deux



Après avoir accusé une baisse passagère au début du deuxième trimestre, l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue affichait durant les mois d'été un taux de croissance qui, calculé à partir de la période de base, oscillait aux alentours de la limite minimum fixée par la Banque. Vers la fin d'août, la Banque du Canada annonçait une révision de la fourchette des taux de croissance visée pour l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue. Les limites inférieure et supérieure furent établies, en taux annuels, à 8 et 12% respectivement, et le niveau de base choisi devint la moyenne pour la période de trois mois centrée sur mars 1976. Si cette période a été choisie comme terme de référence, c'est parce que la croissance de la masse monétaire par rapport à la base précédente s'était située pendant ce trimestre à près de 12%, c'est-à-dire à peu près au centre de l'ancienne fourchette. La réduction de ces limites était conforme à la stratégie de la Banque d'abaisser graduellement le taux d'expansion monétaire de façon à favoriser le processus visiblement amorcé au Canada de réduction progressive du taux d'inflation.

À la fin de l'automne, il devint évident que la croissance de la masse monétaire s'était trop affaiblie par rapport à la fourchette visée par la Banque et que des mesures correctives s'imposaient. Après la clôture de la campagne annuelle de vente d'obligations d'épargne du Canada, la Banque annonça le 19 novembre une réduction, de  $9\frac{1}{2}$  à 9%, de son taux d'escompte. Le 21 décembre, elle annonça une nouvelle réduction à  $8\frac{1}{2}\%$ , et le 31 janvier 1977 une troisième à 8%. Cette série de réductions du taux d'escompte et le recul des taux d'intérêt à court terme dont elle s'est accompagnée étaient destinés à aider à ramener à la longue le taux de croissance de la masse monétaire à l'intérieur de la fourchette visée. De l'avis de la Banque, la conjoncture financière se prêtait alors à une baisse importante des taux à court terme, étant donné le ralentissement du taux tendanciel de croissance de l'activité économique et les

En même temps que la réduction de son taux officiel d'escompte, la Banque annonça en janvier 1977 une diminution du coefficient minimum des réserves secondaires des banques à charte, lequel fut ramené de  $5\frac{1}{2}$  à 5%. De l'avis de la Banque, il n'est pas nécessaire, dans les circonstances actuelles, d'exiger que les banques à charte maintiennent des réserves secondaires de l'ordre de  $5\frac{1}{2}\%$  de leur passif-dépôts, et comme en février 1977 les circonstances se prêtent à une réduction de ce ratio, la Banque l'a effectuée.

Les commentaires sur la politique monétaire que je viens de formuler et ceux qu'on trouvera plus loin indiquent bien que, depuis plus d'un an et demi, la Banque se guide dans une large mesure sur la croissance tendancielle de la masse monétaire au sens étroit. À la lumière des événements, j'ose dire que les résultats obtenus ont été dans l'ensemble satisfaisants. Nous avons d'ailleurs l'intention de continuer à mener la politique monétaire en suivant cette voie. Cependant, nous reconnaissons que cette approche se fonde sur des relations fonctionnelles qui ne sont pas toujours aussi précises qu'on le voudrait et que, par conséquent, elle présente un certain nombre de difficultés. Les relations qui existent entre la croissance de la masse monétaire au sens étroit, la croissance de la dépense globale et l'évolution des taux d'intérêt peuvent être affectées à court terme par des variations aléatoires et à long terme par des modifications graduelles de comportement. Il semblerait, par exemple, que le taux de croissance de la masse monétaire à partir de la nouvelle base ait été un peu moins élevé que celui qu'on aurait pu prévoir d'après les relations fonctionnelles fondées sur le passé. Des considérations de cet ordre expliquent en partie que nous ne plaçons pas une confiance aveugle dans cet indicateur plutôt que la masse monétaire. Nous soumettons plutôt nos décisions en matière de politique à un éventail beaucoup plus large de tests et nous continuerons de le faire.



Cependant dans une des autres sections du Rapport un exposé sommaire des raisons pour lesquelles nous avons prêté plus d'attention à la tendance de la masse monétaire au sens étroit qu'à celle d'agréats monétaires plus complets. Cette approche, telle qu'elle est pratiquée au Canada, fournit des indications utiles sur les variations des taux d'intérêt à court terme que requiert de temps à autre un retour graduel à la stabilité monétaire, et la Banque tient compte de ces indications dans l'exécution de ses opérations quotidiennes. Les taux à court terme qui se dégagent de cette approche constituent précisément le fer de lance dont se sert la Banque pour influencer les décisions économiques et pour stabiliser à la longue le taux tendanciel de croissance de la dépense totale, en laissant de moins en moins de place à l'inflation. Au départ, il fut décidé que le taux tendanciel de croissance de la masse monétaire, mesuré à partir du niveau moyen de trois mois centrée sur pendant une période de trois mois en dessous de mai 1975, ne devrait pas tomber en dessous de 10%, mais ne devrait pas non plus approcher les 15%. Pendant les derniers mois de 1975, la masse monétaire se trouva temporairement gonflée par suite d'une longue grève des services postaux, et ce n'est qu'après les premières semaines de 1976 que la Banque en arriva à la conclusion que les statistiques de la masse monétaire n'étaient plus déformées de façon significative. À la fin de février 1976, la Banque estima que, compte tenu des effets de la grève des postes, le taux tendanciel de croissance de la masse monétaire serait révisée en avant, et le 5 mars elle annonça un relèvement, de 9 à 9½%, de son taux d'escompte. Sur le coup, cette mesure influença fortement les anticipations et le comportement des marchés financiers, et pendant un certain temps la Banque dut intervenir vigoureusement pour contre des mouvements exagérés de taux d'intérêt. Au début d'avril, le calme avait été rétabli et les taux à court terme avaient diminué, s'alignant davantage sur le taux officiel d'escompte.

C'est vers le milieu de 1975 que la Banque du Canada a commencé à mettre ainsi l'accent sur la croissance tendancielle de la masse monétaire dans la formulation de sa politique monétaire. Les raisons de ce choix ont été expliquées en détail dans le Rapport de l'an dernier, et je ne crois pas nécessaire d'y revenir, on trouvera

progressivement le financement du processus périodiquement dans le but de restreindre prévu que la fourchette serait révisée qu'alimentait la hausse rapide des prix. Il était de la demande toujours croissante de monnaie pour permettre de satisfaire une partie seulement première fourchette visée furent assez élevés ces données. Le minimum et le maximum de la taux en visant un objectif intermédiaire axé sur atteindrait plus aisément ses objectifs fondamentaux les banques à charte. La Banque jugea qu'elle monnaie hors banques et des dépôts à vue dans monétaire au sens étroit, soit l'ensemble de la Banque en est venue à suivre de plus en plus croissance de l'emploi et de la production, la d'inflation sans pour cela freiner indûment la continue une pression à la baisse sur le taux rythme assez modéré pour exercer de façon l'aiderait à imprimer à l'expansion monétaire un monétaire. Dans sa quête d'un guide qui étapes dans la mise en œuvre de sa politique temps déjà une stratégie de progression par La Banque du Canada a adopté depuis quelque

\* \* \* \*

ce qui constitue une nette amélioration par rapport au taux moyen d'environ 18% enregistré au cours des neuf premiers mois de 1975. Il y a également lieu de tirer une certaine satisfaction du ralentissement de la hausse rapide des coûts unitaires en main-d'œuvre qui se dessine. Les marges bénéficiaires se sont nettement rétrécies en 1976. Toutefois, si cet élément a contribué dans une certaine mesure à atténuer les pressions inflationnistes, il n'en a pas moins contribué à restreindre les possibilités et le désir d'investir dans des biens d'équipement.

Le Canada a adopté, pour combattre, l'inflation, une stratégie de progression par étapes. Cette stratégie se fonde principalement sur une gestion financière visant à assurer un climat économique suffisamment concurrentiel pour décourager le recours aux pratiques inflationnistes de détermination des prix de la main-d'œuvre et de la production. Une telle gestion financière constitue le noéud du programme et elle se veut permanente. Afin de hâter le ralentissement nécessaire de la croissance des revenus nominaux, le programme fut assorti d'un ensemble de contrôles directs applicables aux augmentations des principales catégories de revenus. Cet élément du programme est appelé, lui, à être abandonné au bout d'un certain temps.

La stratégie canadienne de réduction progressive du taux d'inflation présente de nombreux avantages. Elle permet surtout d'éviter les fortes perturbations économiques et les tensions sociales aiguës que provoquerait certainement une offensive générale destinée à produire des résultats rapides. Cet avantage présente un intérêt réel. Par contre, la méthode progressive exige dans son application de la patience et de la persévérance, et il n'est guère possible de se soustraire à un tel tribut. La lutte doit donc se poursuivre, non pas durant quelques mois seulement mais durant des années.

Voilà en quelques mots le cadre dans lequel il faut replacer l'évolution économique observée en 1976. Ce serait un exercice stérile que d'essayer de l'évaluer à la lumière de normes optimales. À la fin de 1975, l'économie canadienne était détraquée à un point tel qu'il aurait été illusoire de penser qu'en quelques années elle pourrait se remettre à fonctionner conformément à des normes optimales. Les questions fondamentales qu'il faut poser au sujet de l'année 1976 peuvent être formulées en ces termes : Avons-nous réalisé des progrès satisfaisants dans le cadre de notre stratégie de progression par étapes ? Sommes-nous en voie de rétablir les conditions essentielles à notre prospérité future ?

À mon avis, on peut répondre à ces questions par l'affirmative. Sous ces rapports, 1976 aura été, en dépit de certains points faibles, une bonne année.

Je concède volontiers que le niveau de la production et de l'emploi au Canada a été en 1976 en deçà de ce que nous aurions pu escompter à cette étape du cycle économique si les circonstances avaient été plus favorables. Je concède aussi qu'il est en deçà de ce que nous devrions viser si nous pouvions réussir à bannir de notre société les pratiques qui font grimper continuellement les coûts et les prix – ou encore les maintenant à des niveaux élevés – sans égard aux réalités économiques. De plus, l'économie a affiché une tenue inégale selon les régions du pays, certaines d'entre elles enregistrant un rythme d'activité économique et un taux de chômage particulièrement décevants. Mais étant donné les conditions qui ont existé tant au Canada qu'à l'étranger – je pense ici à l'expansion économique assez faible qu'ont connue les États-Unis et d'autres pays après les premiers mois de 1976 – on peut dire que la production et l'emploi au Canada étaient dans l'ensemble condamnés à se situer à des niveaux inférieurs à ceux que nous aurions souhaités.

Le trait le plus encourageant de l'année 1976 a été le ralentissement de la hausse des coûts et des prix. Il est vrai que la tendance fondamentale des prix au Canada a connu une amélioration moins grande que ne l'indiquent les indices globaux des prix, et ce à cause de divers facteurs passagers, dont le renversement remarquable de la tendance à la hausse des prix des produits alimentaires. Mais après avoir fait la part de ces facteurs, on peut à mon avis conclure que, dans les circonstances, l'évolution des prix en 1976 a été bonne et s'est bien engagée.

Les augmentations de salaire accordées dans le cadre des principales conventions collectives conclues ces derniers temps ont ralenti de façon constante, encore qu'elles demeurent importantes. Elles ont récemment été, en moyenne, inférieures à 10% l'an sur la durée des contrats,

Je voudrais, en guise d'introduction à ce Rapport, situer dans un contexte assez large la conjoncture économique et financière enregistrée au Canada en 1976, étant convaincu qu'on ne saurait évaluer convenablement la tenue d'une économie en se limitant à une période d'une année seulement.

À mon avis, les développements survenus en 1976 devraient être considérés comme le premier épisode de la lutte engagée par le Canada pour se remettre d'un grave choc inflationniste, se débarrasser d'attitudes et de comportements inflationnistes et retrouver l'équilibre économique interne nécessaire à sa prospérité future. L'inflation ayant pris les proportions d'une épidémie, de nombreux autres pays mènent actuellement une lutte semblable à la nôtre. À son paroxysme, l'inflation frappa les pays de manière très inégale, de sorte que les mesures prises pour rétablir la stabilité différencièrent considérablement d'un pays à l'autre, tant par leur nature que par leur degré de fermeté. Certains pays, dont l'Allemagne, les États-Unis et le Japon parmi les plus industrialisés, ont déjà obtenu des résultats remarquables, et le fait que les perspectives économiques y soient à l'heure actuelle beaucoup plus encourageantes que dans la plupart des autres pays n'est pas, selon moi, un simple effet du hasard. En effet, ces pays font preuve d'un souci profond et constant d'éviter les mesures susceptibles de renverser la tendance à la stabilité des prix, et même ceux qui ont atteint des résultats moins satisfaisants à ce

chapitre semblent maintenant admettre qu'une nette amélioration de la tenue des coûts et des prix est une condition indispensable à leur bien-être social et économique. Certes, la bataille qui se livre un peu partout dans le monde pour rétablir la stabilité des coûts et des prix risque d'être dure, mais les Canadiens doivent se rendre compte qu'elle se poursuivra et que les pays qui la mèneront avec le plus d'efficacité seront précisément ceux qui, dans le commerce international, donneront le ton. Tel est le contexte international dans lequel le Canada devra évoluer.

En octobre 1975, le Canada mettait sur pied un programme national destiné à maîtriser progressivement l'inflation. À ce moment, des comportements inflationnistes s'étaient déjà solidement enracinés dans plusieurs domaines de la vie économique du pays. Les individus aussi bien que les organismes publics étaient dangereusement enclins à considérer que notre prospérité était un fait acquis et que l'économie était en mesure de créer des revenus réels suffisants pour soutenir la croissance partiellement rapidement affichée ces dernières années tant par la consommation des ménages que par celle du secteur public. Ces idées étaient bien sûr illusoires, mais il n'était pas rare de voir les gens agir comme s'ils en étaient convaincus. En octobre 1975, la situation au Canada était devenue vraiment grave, et il était évident que la voie du retour à un meilleur équilibre économique serait semée d'embûches.





# Banque du Canada

## Rapport du Gouverneur - 1976

5	Observations d'ordre général
13	L'évolution économique
15	Demande intérieure et extérieure
18	La production et l'emploi
20	Les revenus, les coûts et les prix
23	L'évolution monétaire et financière
23	La politique monétaire et les objectifs
25	en matière d'expansion monétaire
28	La tendance des agrégats monétaires au sens large
31	L'évolution des taux d'intérêt
37	Les flux de crédit et les intermédiaires financiers
37	Les opérations de la Banque du Canada
39	Les opérations effectuées dans le cadre de la politique monétaire
40	La gestion de la dette publique
42	Les opérations sur devises étrangères
43	Coopération monétaire internationale
53	Tableaux en annexe
57	États financiers
58	Conseil d'administration
59	Direction et cadres
59	Agences

Bank of Canada • Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 28 février 1977

L'honorable Donald S. Macdonald, C. P.  
Ministre des Finances

Ottawa

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de

la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur

de vous remettre ci-joint mon rapport pour

l'année 1976 ainsi qu'un état des comptes de

la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre

dernier, signé et certifié de la façon prescrite

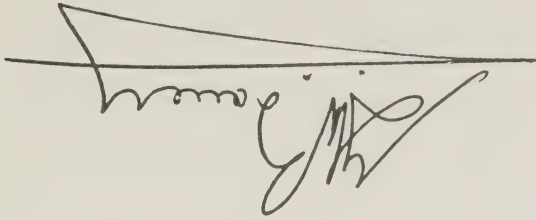
par nos statuts.

Veillez agréer, Monsieur le

Ministre, l'expression de mes sentiments

distingués.

Le Gouverneur,





Banque du Canada  
245, rue Sparks  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9



# Banque du Canada

Rapport annuel du Gouverneur  
au Ministre des Finances  
et relevé de comptes pour l'année

1976

01  
V73  
055

Government  
Publications

# Bank of Canada

III  
REPORT

Annual report of the Governor  
to the Minister of Finance  
and statement of accounts for the year

**1977**



Bank of Canada  
245 Sparks Street  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9





Bank of Canada · Banque du Canada    Ottawa K1A 0G9

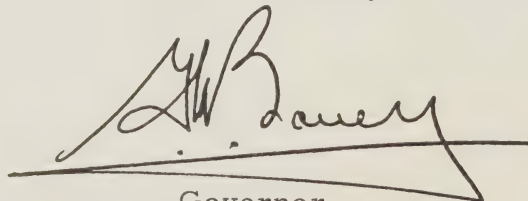
February 28th, 1978

The Hon. Jean Chrétien, P.C.,  
Minister of Finance,  
O t t a w a .

Dear Mr. Chrétien,

In accordance with  
the provisions of the Bank of Canada Act  
I am transmitting herewith my report for  
the year 1977 and a statement of the  
Bank's accounts for this period, signed  
and certified in the manner prescribed in  
the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,



Governor

# **Bank of Canada**

## **Report of the Governor - 1977**

<b>General Observations</b>	5
<b>Economic Developments</b>	11
<b>Monetary and Financial Developments</b>	19
Monetary Policy	19
Interest Rate Developments	20
Trends in Monetary Aggregates	23
Credit Flows	24
Foreign Exchange Market	26
Debt Management	28
<b>Appendix Tables</b>	31
<b>Financial Statements</b>	41
<b>Board of Directors</b>	45
<b>Senior Officers</b>	46
<b>Agencies</b>	47



## General Observations

---

In 1977 Canada made further progress in recovering from the economic distortions produced by the intense inflationary pressures that were experienced earlier in the 1970s. By 1975 these pressures, which came from internal as well as external sources, had seriously undermined the ability of the Canadian economy to function well. Since that time both private and public responses to the problems facing the economy have been more realistic and, despite various current setbacks, the prospects for the future performance of the economy have improved correspondingly.

Perhaps the most troublesome legacy of the period of accelerating inflation was the widespread sense of unfairness created by the very uneven impact of the inflationary process on the incomes of different groups in the community. The normal link between incomes and economic performance became seriously weakened, and the various groups in the community felt impelled to join more and more vigorously in the scramble for increases in money incomes to restore or to protect their positions. The trouble with these reactions was that, however defensible they seemed from the point of view of those concerned, they were perverse from the point of view of the whole community. By continuing to feed the inflationary process long after the disappearance of excessive demand pressure in the economy, they were prejudicing the growth of employment and productivity in Canada on which ultimately the real income of the community depends.

What was badly needed was a slowing of the inflation of money incomes relative to output, that is, a trend back towards a matching of increases in income and increases in output. This is a difficult transition to accomplish and an extremely painful one if it is made rapidly. We in Canada are attempting to make it gradually over a period of years in the belief that a gradual approach will serve better in the longer run by attracting the public understanding and support required for a successful outcome. We are now over two years into the period of transition, and any fundamental assessment of the current position and prospects of the Canadian economy must rest heavily on how well the transition is proceeding.

I believe that we have made solid progress over the last two years. While we still have some distance to go, I think we should feel heartened by how far we have come and encouraged to press on. The trend of wage and salary increases has declined sharply from the extraordinary levels of two to three years ago and there is today evidence in many quarters of more realistic attitudes towards increases in money incomes. We now appear to have succeeded in getting the rate of increase in our labour costs back into the same range as in the United States, the first time that this has happened for many years. In a country as dependent on international trade as ours it is essential to our economic welfare that we be competitive internationally.

In respect of our international competitive situation one must, of course, also take account



---

of the foreign exchange value of the Canadian dollar. With the deterioration that has occurred in recent years in the trend of costs of production in Canada relative to that in the United States it was virtually inevitable that sooner or later the Canadian dollar would fall to an appreciable discount in terms of the United States dollar. Such an adjustment had in fact become necessary to mitigate the impact of the relative increase in our costs on our international trade. The exchange rate adjustment came in late 1976 and during 1977. Since the United States dollar has in very recent months experienced a substantial depreciation relative to a number of important overseas currencies the depreciation of the Canadian dollar against these overseas currencies has been very large indeed.

It would have been very much better for Canada if we could have avoided the deterioration in our relative costs that made a large exchange rate adjustment necessary. But since we did not avoid it we must now cope with the exchange rate consequences in the interests of our ability to compete with the outside world. These consequences are that imports now cost us more than they did, more not only in terms of Canadian dollars but also in terms of the amount of Canadian goods and services that we must export to pay for them. There may be a disposition on the part of some Canadians to believe that they should be protected from the higher cost of imports by receiving extra increases in their money incomes but that would exacerbate rather than solve our economic problem. To the extent, on the other hand, that the consequences of the exchange rate adjustment are accepted without a futile inflationary effort to escape them, the stage will be set for a widespread and welcome increase in the demand for Canadian exports and for Canadian goods and services that compete with imports.

There is already evidence of a significant improvement in our merchandise trade balance. The balance of payments deficit on current account is still very large, however, and the

Canadian dollar has been vulnerable to any ebbing of the flow of capital into Canada. The recently announced intention of the Government of Canada to borrow funds outside Canada in order to supplement the net inflow that occurs through other channels will assist in the orderly financing of the deficit.

My general view about matters related to the Canadian exchange rate is then that for a year or so our past has been catching up with us; that this involves difficult adjustments of many kinds over different time periods; that things have so far gone about as well as could reasonably have been expected; that the more successful we are in limiting the fallout from the movement in the exchange rate on our cost structure the better will be our economic base for moving forward; and that the best way to avoid future problems related to the external value of the Canadian dollar is to maintain its internal value.

There are other aspects of the scene during 1977 that also lead me to believe that Canada is making progress in dealing with its economic problems. During 1977 governments at all levels continued their efforts to bring their expenditures under firmer control and in this endeavour they seemed to have broad public support. Attitudes towards government spending have changed remarkably from those prevalent a few years ago that led to the burgeoning of the public sector in Canada. The change in attitudes goes beyond the scale of government spending to include on the part of governments themselves a willingness to look hard at the full effects of their various initiatives and to recognize effects that were not intended. There is now a much greater awareness that a satisfactory growth of employment and output cannot be achieved through demand management policies alone, that other policy measures have an important role to play in this regard and that they must be carefully designed and co-ordinated.

I shall have more to say about monetary policy later in this Report but in this context I would like to say that I am encouraged by the support that

the Bank of Canada has received in its efforts to conduct monetary policy within the framework of a medium-term time perspective. I am naturally aware of the arguments that are made for aiming monetary policy at short-term objectives but history offers a great deal of evidence that this does not work very well. It is encouraging that the world-wide inflationary upsurge of the early 1970s has been widely understood as underlining the need for moderation and perspective in monetary management.

Not all commentaries on Canadian economic developments in 1977 give as much weight to positive aspects as this one and certainly there is no shortage of respects in which the performance of the Canadian economy fell well short of ideal. One major disappointment was the trend of employment and output. Employment rose appreciably over the year but not by as much as the labour force, with the result that the unemployment rate drifted upward more or less continuously during the year to 8½ per cent at year-end. I share the general concern about this situation. In my view it underlines the need for, among other things, completing the transition to better cost and price performance.

Another unwelcome feature of 1977 was the trend of prices. An important contributing factor here was the exchange rate. As I have already said, the exchange rate adjustment was bound to come at some time and the important thing is to recognize that a change in the exchange rate on the scale we have experienced involves a "once and for all" adjustment that must be accommodated. It would therefore be a serious mistake to suppose that the unwelcome effect of the exchange rate adjustment on prices is evidence that Canada's anti-inflation program is not working.

Another element in the unfavourable price trend was the continuing adjustment in Canada of the price of energy towards world levels. Although it is being spread over a period of time, this too has some of the character of a "once and for all" adjustment that must be absorbed.

The most untimely element in the unhappy trend of prices in Canada in recent months has been food prices. Food prices are typically much more volatile than other consumer prices and are subject to a great many special influences of a short-run character such as production cycles and variations in weather. The result is that the food component of the Consumer Price Index has moved quite differently from the non-food component in most periods of the last few years. The exchange rate adjustment is, of course, a partial explanation of the sharp recent increase in the prices of some foods but other influences characteristic of food prices have been dominant. The underlying trend of prices in Canada is much better indicated by the non-food component of the Consumer Price Index than by the total Index, and it is of great importance that this be widely recognized. In spite of the exchange rate adjustment non-food prices have risen by only about 7 per cent over the last twelve months

### Consumer Prices

Percentage change, four quarters ending



compared with almost 8½ per cent over the previous twelve months, and that result is encouraging.

\* \* \* \*

Through 1977 monetary policy continued to be conducted within the framework that I have outlined in my two previous Reports. This is a medium-term framework which in the present context gives priority to guiding monetary expansion along a path conducive to the gradual return of the Canadian economy to satisfactory levels of activity without inflation. I recognize, of course, that a monetary policy of this character will not of itself guarantee the end sought. Many other decisions throughout the economy will also have to be directed to the same purpose. But if monetary policy is not compatible with that objective, policies to that end in other areas will be frustrated no matter how well designed and executed they may be. Thus confidence in the integrity of monetary policy is a prerequisite to confidence in a society's ability to achieve and sustain good price performance in a free market economy.

Because decision-making throughout the economy is much influenced by expectations about future rates of inflation and because expectations about inflation are in turn influenced by expectations about monetary policy, it has, I think, been constructive that the Bank of Canada has adopted the practice of giving information about its future policy intentions in terms of monetary growth targets. This information is given in terms of a range within which the Bank will endeavour to cause the money supply\* to track in the year or so ahead, and it is supplemented by the indication that over time the growth rates that define this range can be expected to be reduced towards those that would be consistent with a satisfactory level of economic activity with stable prices. It is

intended that these assurances about the Bank's future actions should encourage groups throughout the community to base their economic decisions on the expectation of declining rates of inflation in Canada.

The Bank's approach to the conduct of monetary policy helps it respond constructively to changes in the trend of total spending in the economy. This was illustrated when the trend of total spending in Canada weakened in the latter part of 1976 in line with a slowing of real growth. The Bank reduced its Bank Rate in four steps from 9½ per cent in November 1976 to 7½ per cent in May 1977 and these reductions were followed by similar reductions in short-term market yields and in institutional deposit and lending rates. Those interest-rate initiatives could of course have been seen at the time as warranted on grounds other than the trend of the money supply – and they were in fact then so seen – but they were also strongly signalled by the trend of the money supply relative to the Bank's target range.

In the months since May 1977 the growth of total spending in the economy has been such that no Bank Rate initiative has been required to keep monetary expansion proceeding at a moderate rate and short-term interest rates in Canada have not moved far from the levels established after the Bank Rate reduction in May. Credit has continued to be readily available and the level of interest rates in Canada has not been high relative to the current rate of price inflation. Long-term interest rates have risen in recent months from the lower levels which they had reached at mid-1977 but the main contributing factor has been a similar increase in long-term rates in the United States.

\* \* \* \*

We are now well into the third year of recovery from our disruptive burst of accelerating inflation. I have already said that I believe that we have made, and are making, solid progress towards a much sounder economic situation and

\*Defined for this purpose as currency and chartered bank demand deposits, or M1.



that we have good grounds for feeling encouraged to press on. I have noted that in our progress we have recently encountered two adverse winds which must not be allowed to blow us off course, namely, the inflationary fallout of the major adjustment that has occurred in our exchange rate and the recent surge in food prices. I also recognize that our economic problems have been complicated by the questions that have been raised about the place of Quebec in the Canadian federation.

Before much longer we shall face yet another test, the phasing out of the mandatory income guidelines administered by the Anti-Inflation Board. For the first time in quite a while decisions on incomes and prices for large segments of the economy will have to be made solely on the joint responsibility of those directly involved. These decisions will be made in a market environment that is not going to be strong enough to absorb anything more than modest increases in incomes and prices without the loss of potential jobs and output. It is therefore very important that wage- and price-setting decisions should not be distorted by a resurgence of inflationary expectations. Since monetary policy has some influence on expectations I have been at pains to emphasize that no one should look to monetary policy to accommodate inflationary increases in costs and prices through excessive monetary expansion.

A successful passage through the months ahead will require realistic and responsible decisions

by a great many Canadians – realistic in their relationship to current economic conditions and responsible in their moderation and time perspective. I have previously observed that one of the consequences of Canada's recent inflationary surge was the erosion of the willingness and confidence of individuals and groups to act in this way. It is essential to the collective interest that such willingness and confidence be again manifested.

If we in Canada continue our progress towards better control of our prices and costs we shall unquestionably benefit from higher levels of employment and output than would otherwise be possible. Better price performance will strengthen business and consumer confidence and assure a high and rising level of domestic demand. Better price performance will improve the competitive position of Canadian suppliers in foreign markets and in relation to foreign goods in Canadian markets. The prospects are that economic growth will be appreciable in our major foreign markets and that the opportunities to export will be there if Canada can meet the competition. The key to resolving a large part of Canada's economic problems and to promoting its future economic prosperity lies in fact in those things that are involved in being competitive – enterprise, efficiency and incomes governed by real output. For more than two years we have been moving in the right direction, and our prospects are good if we do not lose heart.



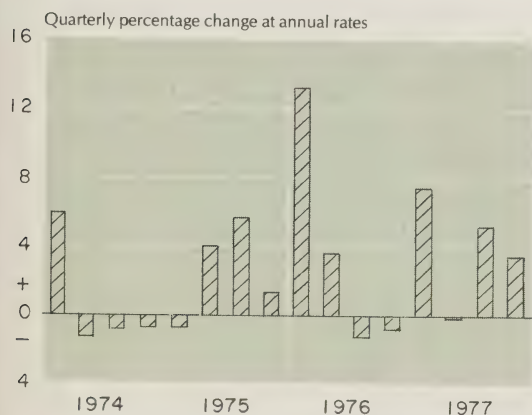


## Economic Developments

The hesitation that had been evident in the pace of economic activity since mid-1976 continued through the first half of 1977 as a pick-up in output in the early part of the year proved to be short-lived. However, in the second half of the year there was a firming in demand and output. In particular the foreign trade balance strengthened as the trend of imports eased further and exports continued to expand. For the year as a whole, real Gross National

### Gross National Expenditure

Constant (1971) dollars



expenditure was appreciably faster than in either of the two previous years, but it was less than the growth in the labour force, which rose strongly in response to a further sharp rise in the number of women deciding to seek work. As a consequence the recorded rate of unemployment moved up to reach a seasonally adjusted level of  $8\frac{1}{2}$  per cent at year-end. The growth in employment was unevenly distributed among the main regions of the country. Gains ranged from close to  $3\frac{1}{2}$  per cent in Ontario and the Prairies to not much more than  $1\frac{1}{2}$  per cent in the other three regions. The change in unemployment rates was similarly dispersed, with relatively small increases in Ontario and the Prairies and larger increases in Quebec and the Atlantic Provinces. Thus regional differences in unemployment rates tended to widen rather than narrow in 1977.

The comparatively strong advance in employment relative to the growth in output meant that in 1977 labour productivity, that is output per person employed, averaged only  $\frac{3}{4}$  per cent more than in the previous year. Productivity had picked up somewhat in 1976 after registering considerable weakness in the two preceding years but in 1977 the increase was again well below the long-term average. It is evident that forces related to cyclical developments in economic activity have played an important role in limiting the advance in productivity in recent years, but non-cyclical forces may also have been at work.

Over the four quarters of 1977 the rise in total spending and incomes in money terms (GNE) slowed further to just under 10 per cent compared with an increase of  $12\frac{1}{2}$  per cent through the four preceding quarters. This deceleration reflected a less rapid rise in the over-all

Expenditure (GNE) averaged only  $2\frac{1}{2}$  per cent higher than in 1976 but the gain through the four quarters of the year was 4 per cent.

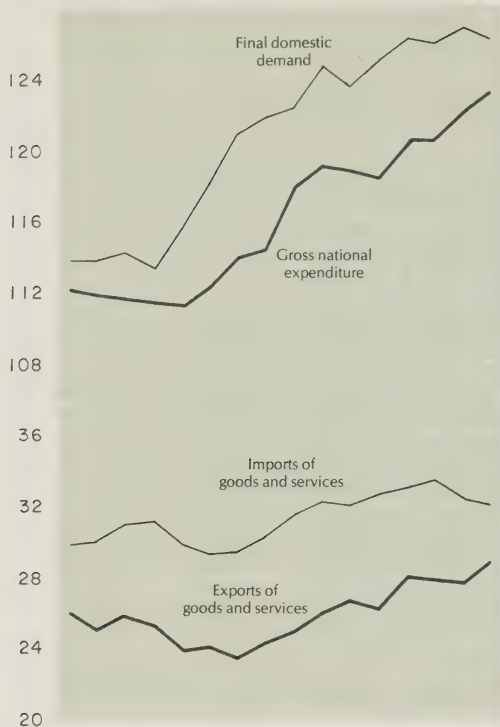
Employment grew more steadily than output during the year, increasing by approximately  $2\frac{1}{2}$  per cent through the four quarters. This was

## Major Economic Indicators

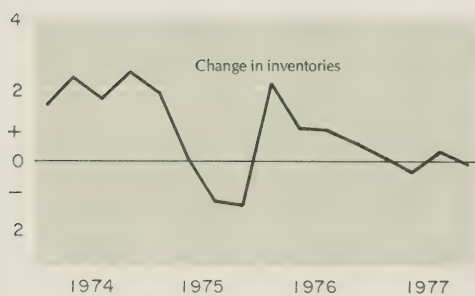
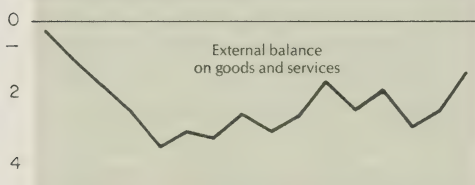
Seasonally adjusted

### Domestic and foreign demand

Billions of constant (1971) dollars



Percent of GNE (current dollars)



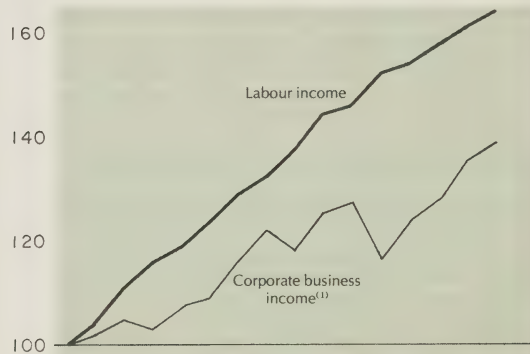
### Labour market

Millions of persons



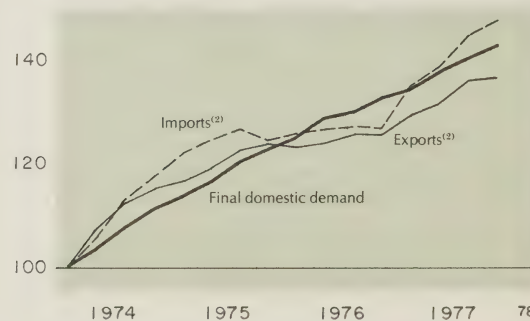
### Income aggregates

1 Q 1974 = 100



### Price deflators

1 Q 1974 = 100



<sup>(1)</sup> Corporate profits, corporate capital consumption allowances and the inventory valuation adjustment

<sup>(2)</sup> Goods and services

price level for output (as measured by the GNE deflator) and in the unit costs which underlie it. During this same period the GNE price deflator went up 5½ per cent, or considerably less than half the peak rate of increase recorded as recently as 1974.

The pace at which the main components of real demand developed during 1977 was far from even. However, the principal feature was the sharp improvement in Canada's external trade position in real terms – the net balance between exports and imports of goods and services in constant dollars. Domestic demand registered a very moderate gain over the four quarters of 1977.

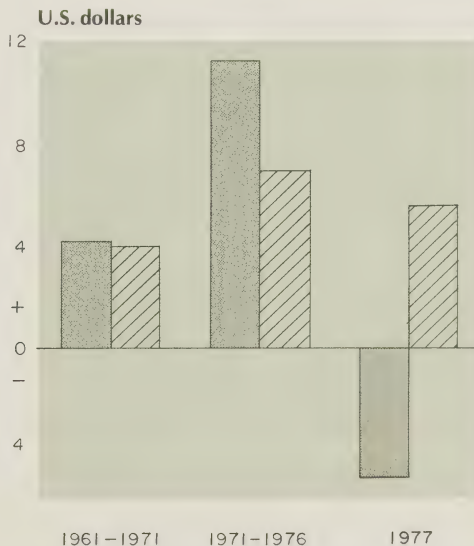
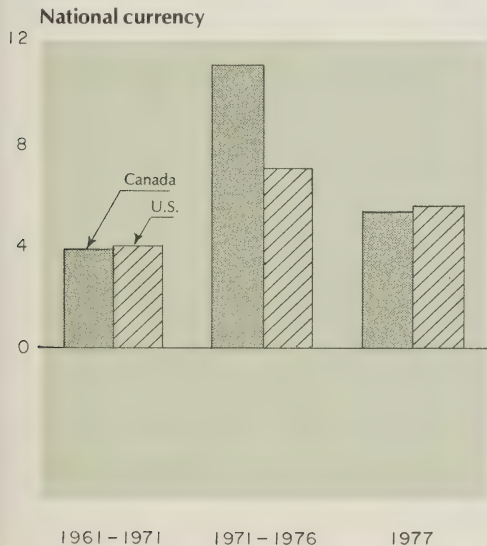
The performance of domestic demand in the first half of the year was greatly influenced by weakness in the volume of consumer outlays. This in turn reflected a slower rate of growth of money incomes and a renewed acceleration in

consumer prices. Furthermore, the personal savings rate for the half year moved up after having fallen back somewhat in the latter part of 1976 from earlier very high levels. A secondary source of weakness in the first half of 1977 was the decline in both farm and non-farm inventories, the latter being mainly a response at the distribution level to the lack of buoyancy in consumer spending. While government spending on goods and services and business investment in plant and equipment rose in the first half of the year, housing investment declined in lagged response to the moderating trend of housing starts from the record pace attained in late 1975 and early 1976.

With the improvement in retail sales that began about mid-year consumer spending in real terms rebounded strongly in the third quarter, but did not advance further in the final months of the year in the face of modest growth in real

### Unit Labour Costs<sup>(1)</sup>

Average annual percentage changes based on fourth quarters



<sup>(1)</sup> Wages, salaries and supplementary labour income (for Canada excluding retroactive payments) per unit of real GNE.



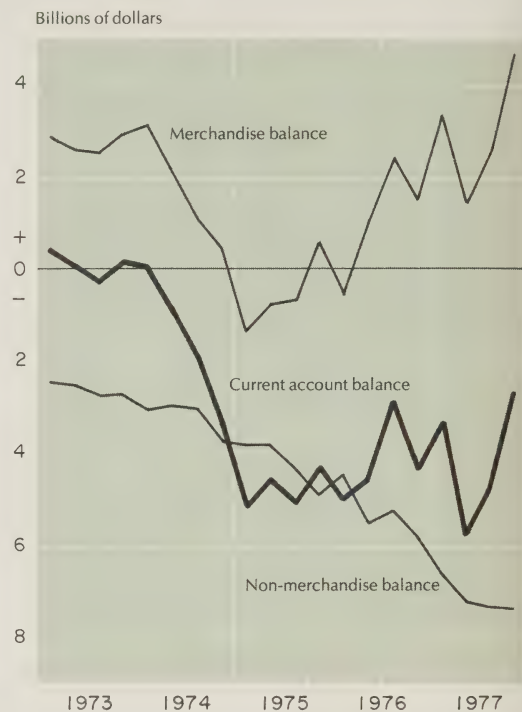
personal disposable income and a relatively strong increase in personal savings. However, there was renewed growth in non-farm inventories through the second half, apparently reflecting in part some renewed willingness to add to trade stocks in response to the improvement in sales. Other areas of domestic spending were generally lacking in strength. Business fixed investment declined, partly in response to a drop in non-residential construction activity as the advance in energy investment tapered off after several years of very steep increases. The level of investment was still sufficient to result in some increase in productive capacity, but at an appreciably slower rate than in earlier years, and the extent to which available capacity was used appears to have increased modestly.

Developments in Canada's external trade afforded a sharp contrast with the modest growth of domestic demand. Export volumes registered a definite upward trend while real imports in fact declined in the second half of the year. These developments were encouraged by the improvement in the competitive position of Canadian suppliers vis-à-vis foreign suppliers. As can be seen in the preceding chart the rise in Canadian unit labour costs in domestic currency terms came down in 1977 to the U.S. range after several years of divergence. In addition there was a gain in cost competitiveness in 1977 relative to foreign suppliers as a consequence of the depreciation of the exchange rate.

Another development in 1977 that had an important effect on the external balance and on domestic real incomes was the markedly slower rise in the prices of Canadian exports than in the prices of imports. Despite this deterioration in our international terms of trade, which came after several extraordinarily favourable years and appears to have reflected both prices in world markets and exchange rate developments, the trade balance in current dollars did show an improving trend through the year and the surplus in 1977 was about \$3 billion compared with \$1 billion in 1976. This gain was offset by continuing

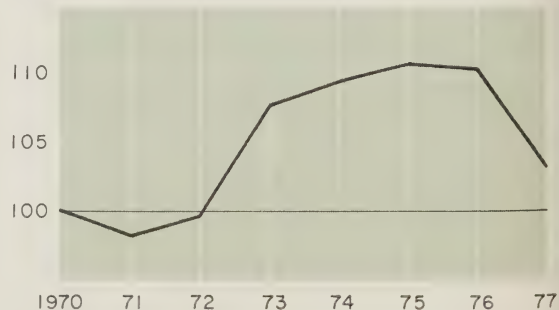
## Current Account of the Balance of Payments

Current dollars, seasonally adjusted at annual rates, quarterly



## Terms of Trade<sup>(1)</sup>

Based on fourth quarters, 4 Q 1970 = 100



<sup>(1)</sup> Ratio of price deflator for exports of goods and services to deflator for imports of goods and services.

---

growth in the deficit on interest and travel payments so that the over-all current account deficit remained about \$4 billion.

The deceleration in 1977 in the rise in total money incomes was almost entirely due to a much more moderate advance during the year in labour income. The extent of this moderation in 1977 was exaggerated somewhat because of the very high retroactive wage payments made in 1976 in respect of earlier years but attributed to labour income in that year. However, the slowing was still considerable even after correction for this factor. Profits, on the other hand, registered a strong recovery during 1977 after experiencing a sizeable decline the year before. A very important factor in improving profits was the effect on export and import-competing industries of the exchange rate change, which made production for export more profitable and encouraged the substitution of domestic production for imports. The exchange rate change was also a favourable factor for farm incomes, but the accrued net incomes of farm operators averaged considerably less than in the previous year. This reflected both the drop in farm output, particularly a lower wheat crop following the bumper harvest of 1976, and the continued increases in farm operating costs.

With the slowing in the rise in labour income there was a marked easing in the escalation of labour costs per unit of output, by far the most important component of domestic costs of production. In view of the slower rise in labour productivity during 1977, this improvement in cost performance was entirely attributable to the more moderate increase in average money wages. Average weekly earnings, which are not so affected by retroactive payments as the labour income estimates, rose by approximately 9 per cent through the four quarters of the year after advancing by 11 per cent during 1976. In the latter part of 1977 the increase in earnings was running still lower, at an annual rate close to 8 per cent.

Newly negotiated wage settlements under

major collective bargaining agreements tend to be a leading indicator of changes in average earnings, and here also there was an appreciable further moderation during 1977, continuing the pattern established since the introduction of the anti-inflation program. The improvement in 1977 was not so dramatic as in 1976, but nonetheless the average annual increase over the life of contracts in the final quarter of the year was down to 7 per cent and first year increases averaged  $7\frac{1}{2}$  per cent. The moderation in the size of new settlements has been apparent for all main areas of the economy, including both the commercial and the non-commercial sectors.

Although domestic costs of production advanced more slowly in 1977, domestic prices came under more intense upward pressure as a result of a sharp rise in import prices. Mainly because of the large change in the exchange rate, import prices rose by close to 17 per cent over the four quarters of 1977 after advancing by less than 2 per cent in 1976 and by 6 per cent in 1975. The impact of higher import costs was particularly visible in the area of food prices.

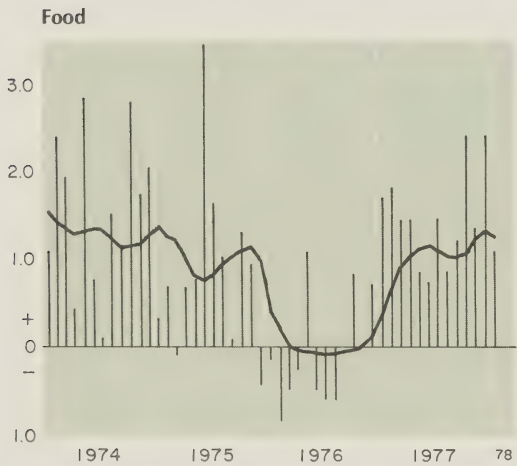
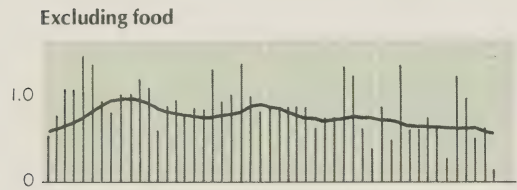
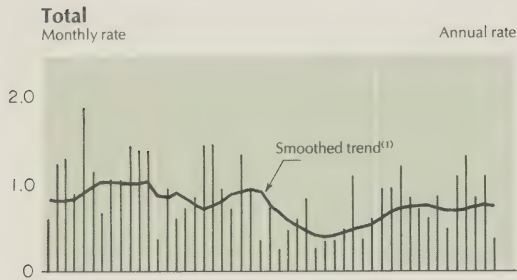
These price pressures were evident at the wholesale level. Industry selling prices increased by 8 per cent over the four quarters of 1977, or almost double the rise in 1976. Selling prices for the food and beverages sector rose by more than 9 per cent in this period after registering a decline in 1976. However, it is noteworthy that the acceleration in industry prices generally during 1977 was comparatively modest considering the extent of the change in the exchange rate. This indicates the important moderating effect exerted by the slower rise in domestic costs.

In the case of retail prices the same factors were at work except that in this area the adverse swing in food prices showed up still more dramatically. Food costs make up more than one quarter of the Consumer Price Index (CPI) and by the end of 1977 the twelve-month increase in food prices had climbed to over 15 per cent in contrast to a slight decline in the previous twelve months. A

## Price and Cost Indicators

### Rates of change in consumer prices

Seasonally adjusted, month-to-month percentage change

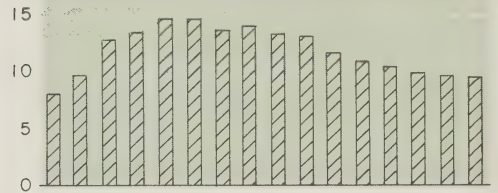


<sup>(1)</sup> 3 months over 3 months, 6 months ago

<sup>(2)</sup> Goods and services

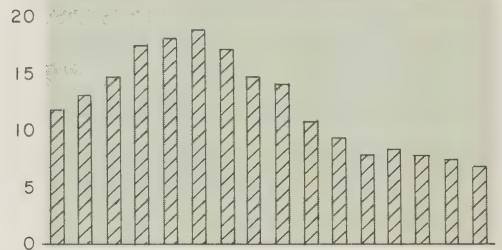
### Average weekly earnings – Industrial composite

Year-over-year percentage change, quarterly



### Wage settlements over life of contract

Average annual percentage change, quarterly



### Implicit GNE import deflator<sup>(2)</sup>

Year-over-year percentage change, quarterly





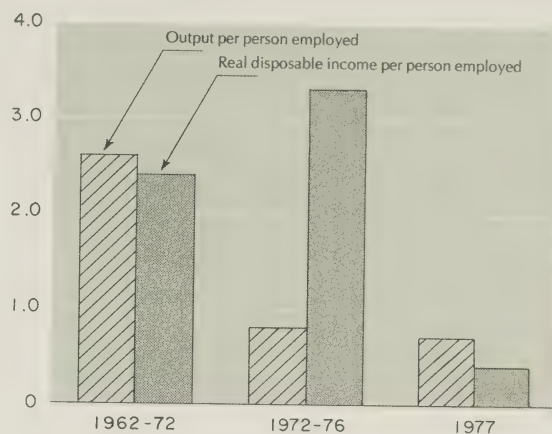
number of factors appear to have combined to produce this result. Besides the direct effect of the decline in the external value of the Canadian dollar on imported foods, there were some adverse developments in the context of the North American agricultural market. Beef prices rose sharply as did the prices of fruits and vegetables. In the case of beef a major contributing factor was the coming to an end of a period of heavy slaughter induced by uneconomic cattle prices. For fruits and vegetables, supplies were cut back early in the year by frosts in Florida and more recently by poor harvest conditions in Canada and the southwestern United States. Food prices continued to rise in January 1978 but less rapidly than in other recent months.

Consumer prices other than food continued to show an improving trend during 1977 notwithstanding the influence of higher import costs. By year-end the twelve-month increase in the CPI excluding food was under 7½ per cent, or a full percentage point less than the rise for the corresponding period of 1976. For January 1978 the twelve-month increase was less than 7 per cent. As in the case of industry selling prices, this performance reflected a moderation in domestic costs that tempered greatly the upward push from the exchange rate change. This easing is mirrored especially clearly in the component of the CPI measuring the prices of services other than shelter and energy. For this element, which is affected mainly by domestic cost developments and only very indirectly by international factors, the increase over the twelve months to December 1977 was down to 5¾ per cent, or about half the pace for 1976.

One very striking feature of the last few years has been the unusual movements in real personal disposable income, that is personal income after taxes adjusted for the rise in consumer prices. Normally, increases in real income per person employed correspond fairly closely with increases in labour productivity, the

## Trends in Productivity and Real Incomes

Average annual percentage changes



main longer run determinant of improvements in the standard of living. As the chart illustrates, this correspondence was very close over the period 1962-72. However, over the four years 1972-76 there was a remarkable divergence between the trends of real income and productivity; real disposable income per person employed grew at an unusually rapid rate even though the increase in productivity was well below the long-run average of about 2 per cent a year. This divergence was made possible by the interaction of a number of unusual and temporary developments of which a very important one was the boost to real incomes from the exceptionally favourable development of Canada's international terms of trade through most of the period. Since then the improvement in the terms of trade has been largely reversed and the rise in productivity has continued to be modest. In these circumstances the gain in 1977 for real personal disposable income per person employed was small.





## Monetary and Financial Developments

---

This section of the Report discusses in more detail the aims of monetary policy and describes the operations undertaken by the Bank of Canada to achieve them. The section includes a summary of developments in monetary aggregates and credit flows during 1977 and goes on to provide a record of the Bank's activities in its role as agent for the Government of Canada in the operation of the Exchange Fund Account and in the management of the public debt.

### Monetary Policy

The Bank of Canada continued during the year to pursue a policy of bringing about a gradual moderation over time of the rate of monetary expansion. In accordance with this policy the Bank announced in October the second reduction in its target range for the growth of currency and chartered bank demand deposits (M1).

The initial target for monetary expansion, announced in the fall of 1975, had been a trend rate of increase for M1 of not less than 10 per cent a year but not as high as 15 per cent, measured from the average level of M1 for the second quarter of 1975. In August of 1976 the limits of the target range were reduced to 8 per cent and 12 per cent a year respectively, measured from a base period of three months centred on March 1976. The October 1977 reduction in the target

limits was to 7 per cent and 11 per cent a year respectively, with the base period being the month of June 1977. The growth from the previous base period to June 1977 was approximately 9 per cent so that the new base was below the centre of the previous target range.

For practical purposes the Bank's target range for M1 can be viewed as a band of uniform width with limits 2 per cent above and 2 per cent below the mid-point of the range rather than as the gradually widening area between two different growth rates. Large month-to-month variations in the growth rate of M1 are to be expected, whereas the target set by the Bank is intended to apply to the average rate of growth of the money supply over considerably longer periods. Expressing the target range as a band of uniform width accommodates short-term fluctuations in the money supply equally well at all times during the period that the target is in effect.

The Bank's monetary growth targets are chosen with a view to accommodating a future growth of total expenditure (in money terms) in the economy that would be capable of supporting a reasonable expansion of output and employment accompanied by a continuing reduction in the rate of inflation. The present target range of 7 per cent to 11 per cent a year would, on the basis of past experience, be capable of accommodating a

growth in the dollar value of national expenditure in 1978 of up to some 12 per cent per annum without the need for any major change in levels of short-term interest rates. Such growth in national expenditure would in turn be consistent with real growth in the Canadian economy of over 5 per cent provided that the rate of price inflation continues to decline.

It should be emphasized, however, that in the short run monetary policy is only one of the determinants of the rate at which aggregate expenditure in the economy will in fact grow, and it has little direct influence on how much of any additional spending will be reflected in increased output and employment and how much in higher prices. The latter result depends on how responsive price and cost decisions are to market conditions. In these circumstances monetary policy is being conducted in a way that gives it some of the properties of an automatic stabilizer so far as the level of spending in the economy is concerned. If the growth of money expenditure deviates significantly from an acceptable path, this tends to be reflected in the money supply exceeding or falling below the limits of the target range. In the ordinary course of events the Bank then offers resistance to the deviations by putting upward or downward pressure on short-term interest rates. Such action not only guides monetary growth back towards the target path but also influences the growth of money expenditure in the desired direction.

The Bank does not consider that its use of monetary growth targets can be approached in a mechanical way and it continues to analyze a broad range of economic and financial information for policy purposes. Such analysis is clearly necessary both in setting and changing money supply target ranges and in assessing the timing, the magnitude and the economic impact of the short-term interest rate initiatives that the Bank may consider from time to time. In interpreting movements in money supply relative to the target range, the Bank is continually analyzing

the influences to which M1 is responding. Among these are changes in the levels of spending in the economy, changes in interest rates and changes in institutional arrangements that may give rise to shifts in the relationship of M1 to other economic variables.

### Interest Rate Developments

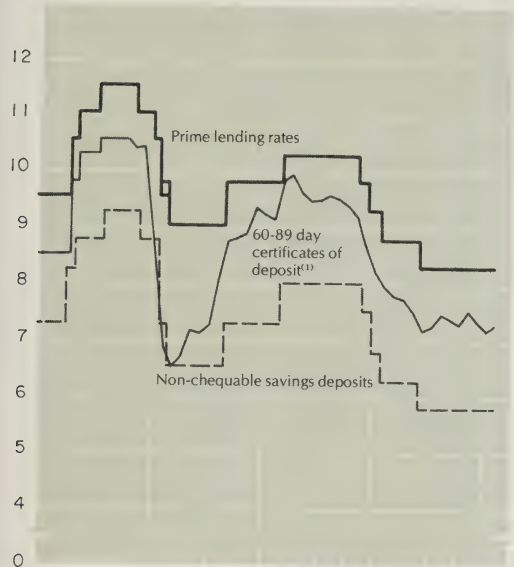
A description of interest rate developments over the past year or so can conveniently be divided into two periods. From late 1976 through to May 1977 the Bank of Canada facilitated a reduction in short-term interest rates in response to the weaker trend that had developed in total spending in the economy and that was reflected in growth of M1 below the target set by the Bank. Over this period the Bank Rate was reduced in four steps by a total of two percentage points. The initial Bank Rate reduction from  $9\frac{1}{2}$  per cent to 9 per cent was on November 22. A second reduction to  $8\frac{1}{2}$  per cent took place on December 22 after an improvement in the somewhat unsettled conditions in both the foreign exchange and domestic financial markets that had prevailed for a time. The third  $\frac{1}{2}$  percentage point reduction in the Bank Rate, effective February 1, 1977, brought the rate down to 8 per cent.\* No further action was taken by the Bank until May. During the intervening period both the movement of M1 and other indications of the growth of spending in the economy suggested that there was room for a further decline in interest rates and effective May 9 the Bank Rate was reduced to  $7\frac{1}{2}$  per cent.

Short-term market interest rates and most administered rates set by financial institutions generally declined in line with the successive reductions in the Bank Rate. For example, yields on short-term paper declined from about  $9\frac{1}{4}$  per cent to about  $7\frac{1}{4}$  per cent and the chartered banks' prime lending rate was lowered from  $10\frac{1}{4}$  per cent to  $8\frac{1}{4}$  per cent. Rates paid by

\* At the same time the required minimum secondary reserve ratio which the chartered banks must meet was reduced from  $5\frac{1}{2}$  per cent to 5 per cent.

Interest Rates

Chartered bank typical rates



<sup>(1)</sup> Prior to November 1974, rates prevailing under the Winnipeg agreement.

Short-term

Short-term (3-month) rates



<sup>(1)</sup> Finance company paper.  
<sup>(2)</sup> Dealer-placed commercial paper.

Long-term

Canada



Canada - U.S. comparisons





banks on non-chequable savings deposits declined by  $2\frac{1}{4}$  percentage points, re-establishing the spread between bank deposit and lending rates that had existed before March 1976. Typical rates for conventional mortgages declined by  $1\frac{1}{2}$  percentage points to  $10\frac{1}{4}$  per cent. Longer term interest rates also were influenced by the reduction in short-term rates but they moved on a different path and their decline over the period was much less.

In the period since May there has been some acceleration in the growth of spending in the economy, M1 has moved back within the target range, and the Bank has resisted any tendency for short-term interest rates to move very far in either direction from the levels reached shortly after the May reduction in the Bank Rate. By contrast short-term interest rates in the United States have risen by about 2 percentage points since the early spring of 1977. As a consequence of these different trends, the differential between

short-term interest rates in the two countries has been reduced by almost 4 percentage points since November 1976. The differential between long-term interest rates in Canada and the United States also has narrowed over the past year or so, although by very much less. Long-term rates in the two countries moved along broadly similar paths, declining gradually until mid-summer. Since then long rates have risen appreciably in both countries but the movement in Canada lagged behind that in the United States and has been somewhat less.

During the first half of the year there was on occasion a disposition in the market to accelerate the rate of decline of short rates in Canada and the Bank's management of chartered banks' cash reserves was on average somewhat restrictive. Over the remainder of the year market expectations shifted back and forth with the Bank acting, sometimes vigorously, to dampen the resulting movement in short-term interest

## Money Supply and Target Growth Ranges

Seasonally adjusted

### Currency and demand deposits

Billions of dollars, monthly - Ratio scale



rates. As shown in Appendix Tables II and III, these operations involved quite large swings in the cash reserves of the chartered banks, in the amount of central bank credit and in the Bank's portfolio of Government securities.\*

## Trends in Monetary Aggregates

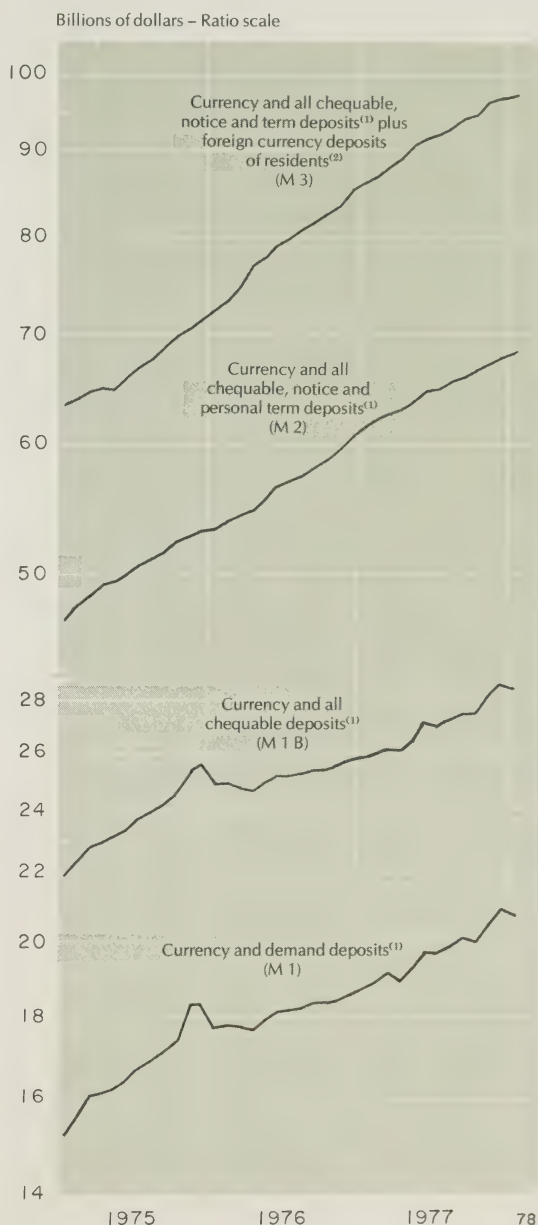
During much of 1976 and the early months of 1977 the growth of the M1 aggregate in Canada displayed a persistent tendency to fall somewhat short of the 8 per cent a year lower limit of the target range in effect at that time. This was mainly a reflection of the relatively slow growth of money expenditure in the economy from the second quarter of 1976 through to the second quarter of 1977 and the Bank of Canada responded by effecting the series of reductions in the level of short-term interest rates described above.

There was also some evidence during this period of the tendency noted in last year's Annual Report for large holders of demand deposit balances to take advantage of facilities made more readily available to them by the chartered banks for minimizing their average holdings of these deposits. Although this shift in the public's money-holding habits appears to have contributed to the weakness in the growth of M1, the over-all magnitude of the shift does not seem to have been very great. The Bank has kept this tendency in mind in interpreting the movement of M1 and in setting the base period for the new target range.

By June of 1977 the growth of M1 had come back within the Bank's 8 per cent to 12 per cent target range, the annual rate of increase since the February to April 1976 base period having risen

## Monetary Aggregates

Average of Wednesdays – seasonally adjusted



\*Appendix Table II also shows the amount of central bank credit outstanding during each reserve period during 1977. Between February and April there were advances outstanding on a continuous basis to the Unity Bank of Canada (monthly statements of assets and liabilities of the Unity Bank, as published in the Canada Gazette, show advances from the Bank of Canada at February and March month-ends). These advances were made by the Bank of Canada in its capacity as lender of last resort; they were unusual in term, in amount relative to the size of the bank and in that the collateral accepted included promissory notes and marketable securities of issuers other than the Government of Canada. The advances were repaid in full in April.

<sup>(1)</sup> Deposits (less private float) at chartered banks denominated in Canadian dollars, excluding Government of Canada deposits. Private float excludes float relating to Government of Canada and Bank of Canada transactions.  
<sup>(2)</sup> Foreign currency deposits of residents booked at chartered banks in Canada.

to approximately 9 per cent. This June level of M1 was chosen in due course as the up-dated base from which the new 7 per cent to 11 per cent target range was to be measured. The trend rate of growth of M1 from June to the latest three months has been on average somewhat above the middle of the target range.

The trend in the growth of the broadly-defined monetary aggregates has been rather different from that of M1. Through much of 1976 and early 1977 these aggregates grew very rapidly but since the middle of 1977 that growth has slowed markedly. This deceleration in the rate of expansion of the broad aggregates does not reflect the recent pattern of growth in money expenditure in the economy. Indeed, since mid-1977 there has been some acceleration of money expenditure growth compared to that over the previous four quarters. What in fact has happened in the more recent period is that the proportion of total funds channelled through the banking system has declined. Bank credit extended to both individuals and businesses grew more slowly in 1977 than in the previous year and banks have therefore been less aggressive in bidding for deposits. This shows up particularly in the rates of growth of term deposits which are typically the marginal sources of funds to the banking system. The slower growth in bank credit appears primarily to have reflected a restructuring of debt by businesses which led to a greater reliance on other sources of funds. A large increase in issues of marketable securities by the business sector was used in part to fund short-term bank loans.

### Credit Flows

Although the desire of borrowers to restructure their financial positions resulted in a slower growth of the banking system, it nonetheless contributed to a significant expansion in the credit demands of major Canadian borrowers during 1977. Indeed, as shown in the accompanying chart, total funds raised as a proportion of the dollar value of GNE – a measure relating

**Funds Raised by Major Non-financial Borrowers**  
As a percentage of GNE



total borrowing to total money expenditures – rose further in 1977 from the already high levels in the immediately preceding years. This increase largely reflected a strong demand for funds by the private sector and particularly by non-financial businesses and mortgage borrowers; total funds raised by all levels of government relative to GNE was unchanged. This particular balance of sectoral credit demands was somewhat unusual since it is more typical of periods of strong cyclical expansion than of the hesitant pace of economic activity experienced last year.

In this instance the sharp rise in borrowing by non-financial businesses seems to have exceeded their requirements for the financing of

## Funds Raised by Major Non-financial Borrowers

	Billions of dollars			
	1974	1975	1976	1977
<b>Borrowers</b>				
Non-financial businesses				
loans .....	6.4	4.0	6.3	5.7
short-term paper .....	1.4	0.2	0.3	0.0
bonds .....	1.2	2.2	2.3	3.5
stocks .....	0.4	0.9	1.0	2.0
direct investment from abroad .....	0.7	0.7	— 0.3	0.3 <sup>e</sup>
Mortgage borrowers <sup>(1)</sup> .....	6.2	7.2	9.0	11.9 <sup>e</sup>
Consumers .....	2.9	3.3	4.0	3.4 <sup>e</sup>
Sub-total private borrowers .....	19.3	18.4	22.5	26.8 <sup>e</sup>
Provinces and municipalities <sup>(2)</sup>				
loans .....	0.3	0.4	0.1	— 0.2 <sup>e</sup>
short-term paper and treasury bills .....	— 0.1	0.3	— 0.2	— 0.1
bonds — purchased with CPP funds .....	1.2	1.4	1.5	1.6
— other .....	3.1	6.5	7.9	5.7
Government of Canada				
treasury bills .....	0.9	0.6	1.6	2.4
marketable bonds .....	0.8	0.7	1.8	3.8
Canada Savings Bonds .....	2.4	2.7	0.8	1.7
Sub-total government .....	8.7	12.6	13.4	14.9 <sup>e</sup>
<b>Total Borrowing .....</b>	<b>28.0</b>	<b>31.0</b>	<b>36.0</b>	<b>41.7<sup>e</sup></b>
<b>Channels of financing</b>				
Financial institutions				
loans — banks .....	8.0	7.7	9.8	9.4
— other institutions .....	7.3	6.7	9.2	11.1 <sup>e</sup>
security purchases — banks .....	1.4	— 0.0	1.5	3.0
— other institutions .....	2.2	4.5	4.7	6.9 <sup>e</sup>
Sub-total financial institutions .....	18.9	18.9	25.2	30.4 <sup>e</sup>
Securities purchased directly by other				
domestic investors				
non-marketable .....	2.4	2.9	0.9	1.6
other .....	1.1	0.8	— 1.1	0.9 <sup>e</sup>
Securities purchased by non-residents <sup>(3)</sup> .....	1.8	4.3	8.2	4.6 <sup>e</sup>
Direct investment from abroad .....	0.7	0.7	— 0.3	0.3 <sup>e</sup>
Financing from government sector .....	2.1	2.6	2.5	2.0
Bank of Canada .....	1.0	0.8	0.6	1.9
<b>Total Financing .....</b>	<b>28.0</b>	<b>31.0</b>	<b>36.0</b>	<b>41.7<sup>e</sup></b>

e: estimate.

<sup>(1)</sup> These are principally mortgages secured by residential property. The figures exclude mortgage lending by governments and their agencies, notably CMHC, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.

<sup>(2)</sup> Includes borrowing by government enterprises. Loans from the Government of Canada are excluded.

<sup>(3)</sup> Includes net new issues placed in foreign markets by non-financial borrowers; net new issues placed in Canada and purchased by non-residents; and net purchases (or sales) of outstanding Canadian securities by non-residents.



---

spending on both fixed and inventory investments. During 1977 there was a fairly strong increase in internally generated funds while a moderate rise in fixed investment expenditures was largely offset by a decline in inventory accumulation. As a result the considerable expansion in the credit market activity of Canadian businesses in both the bond and equity markets appears to have been directed towards strengthening balance sheet structures through a refunding of short-term liabilities and an accumulation of financial assets. It would seem from the extent of these activities that the non-financial business sector has during the past year made some progress in improving its financial position.

The strong expansion in mortgage borrowing during 1977 occurred despite a slowing in the pace of housebuilding activity from the high levels of the previous year. In part this strength was due to mortgage borrowers having earlier delayed taking up loan commitments in anticipation of the decline in mortgage rates that took place through the latter part of 1976 and early 1977. In addition there was an extraordinary level of activity in the re-sale housing market which added considerably to the demand for housing funds. The wider differential between the mortgage rate and the personal loan rate at banks and other financial institutions through much of the year provided some incentive for borrowers to increase the size of their mortgages upon renewal, with the additional funds being used to purchase consumer durables or consolidate debt. Even after allowing for this change in the channels of financing, however, the volume of consumer credit appears to have grown more slowly in 1977 as a result of the modest pace of consumer durable expenditures during the year.

Within the public sector the large increase in the federal Government's borrowing requirements was largely offset by a decline in the requirements of provincial and municipal governments. This reduction in funds raised by the provincial-municipal sector was from an unusu-

ally high level in 1976 when some issuers borrowed outside Canada to meet future as well as current financing requirements. At the same time there was also a substantial improvement in the budgetary positions of junior governments, as measured on a national accounts basis, due in part to the strong financial position of the resource-producing provinces in Western Canada and to transfers from the federal Government under various fiscal programs and arrangements.

Another significant development in 1977 with respect to credit flows was the sharp decline from the extraordinarily high levels of 1976 in the use by Canadian borrowers of foreign markets as a source of funds. The proportion of total funds provided from abroad fell from a high of 22 per cent in 1976 to 12 per cent in 1977. The decline in these flows of capital from abroad was an important feature of the foreign exchange market over the past year.

### **Foreign Exchange Market**

The external value of the Canadian dollar declined in stages from about U.S.\$1.03 in October 1976 to around U.S.\$ .90 in the autumn of 1977 and at the end of February 1978 it was U.S.\$ .8967.

Some decline in the exchange rate from its mid-1976 level was to be expected sooner or later because of the erosion in recent years of Canada's international competitive position. By 1976 Canada had developed a large deficit in its balance of payments on current account which was being readily financed by capital inflows. Since October 1976 a number of new elements have affected the financing of the deficit and thus the exchange rate. New uncertainties have arisen in connection with political developments in Quebec and their effect on Canada's economic prospects generally. In addition, net long-term borrowing abroad by provinces and municipalities has declined from the unprecedented level of 1976 because of the reduced over-all cash requirements of these governments

## Exchange Rate



in 1977 and the narrower long-term interest rate differentials between Canada and the United States. The convergence of Canadian and U.S. money market interest rates described earlier has also been a factor. In these circumstances the net inflow of capital has on occasion tended to fall short of matching the current account deficit and the exchange rate has declined.

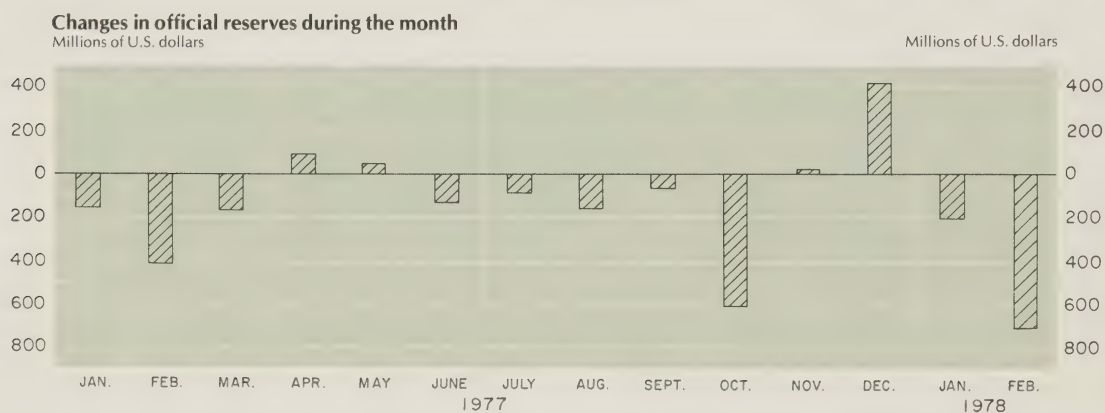
As agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance, the Bank of Canada bought and sold U.S. dollars throughout 1977 to maintain orderly conditions in the market for the U.S. dollar in Canada. With the value of the Canadian dollar moving downwards during the year, at times under intensive pressure, these operations resulted in a substantial net decrease in Canada's official reserves. These declined by U.S.\$1,235.9 million in 1977 and amounted to U.S.\$4,607.5 million at year-end. At the end of February official reserves amounted to U.S.\$3,698.8 million.

The Bank of Canada, as fiscal agent of the Government of Canada, arranged with Canadian

chartered banks the U.S. dollar revolving standby credit facility announced by the Minister of Finance on October 27, 1977. The facility was arranged to enable the Exchange Fund Account to replenish its holdings of U.S. dollars if and when circumstances require. It is to be available for seven years and entitles the Government to borrow up to U.S. \$1.5 billion for terms of one, two, three or six months at its option and to re-borrow the amounts repaid. The Government pays a standby fee of  $\frac{3}{8}$  of one per cent per annum on the undrawn amount of the facility, and may cancel all or any portion of the unused facility at any time without penalty. The interest rate on any drawings would be at the then prevailing London interbank offered rate for U.S. dollar deposits for the relevant term plus a margin of  $\frac{5}{8}$  of one per cent per annum during the first three years and a margin of  $\frac{3}{4}$  of one per cent per annum during the last four years of the agreement. Funds drawn would be raised in the international market.

On February 21, 1978, the Minister of Finance

## Exchange Rate and Official Reserves



announced the intention of the Government of Canada to borrow funds outside Canada to assist in financing the current account deficit of the balance of payments. The Minister also indicated that, as an interim step in advance of such borrowing, the Government would draw on the revolving standby credit facility with the

Canadian chartered banks. The first of a series of drawings was announced on February 27.

### Debt Management

In its role as agent for the Government of Canada in the management of the public debt, the Bank of Canada engaged in financing



operations during 1977 which resulted in an increase of \$6,340 million in the par value of outstanding marketable securities and of \$1,668 million in the outstanding amount of Canada Savings Bonds.

A net total of \$2,470 million was raised through additions to the outstanding stock of treasury bills, of which \$470 million was in the form of additions to the one-year bill auctions. In July the Minister of Finance announced a change in the scheduling of one-year treasury bill tenders to regular four-week intervals beginning August 4, 1977. One-year bills had previously been auctioned quarterly. The holdings of treasury bills outside the banking system increased by \$1,279 million to a level of \$2,708 million and now account for more than one quarter of the total amount of treasury bills outstanding.

Over the year the amount outstanding of Government of Canada direct and guaranteed marketable bonds payable in Canadian dollars increased by \$3,870 million on a par value basis. (Details are given in Appendix Table IV.) There were seven offerings of such bonds during 1977, three of which involved major refundings of maturing issues. All the offerings included tranches of short-, medium- and long-term bonds. On four occasions a fourth tranche consisting of bonds with a term of about 10 years was added to the new issue package. Gross amounts of \$1 billion were offered on two occasions; the largest net amount offered to the public in a single issue was \$500 million in December. Of the total new marketable bonds issued, 16 per cent were short-term maturities (due in three years or less), 47 per cent were medium-term (due in more than three years but less than ten years) and the remaining 37 per cent were long-term (due in ten years or more). The average term to maturity of outstanding marketable direct and guaranteed bonds lengthened by twelve months to seven years five months.

Major changes in the Canada Savings Bond program were introduced in 1977. They

involved the elimination of the traditional coupon bond and its replacement by a new compound interest bond on which interest accrues and compounds automatically until maturity and the modification of the regular interest bond, with interest payable annually by cheque, to allow payment of such interest directly into the owner's deposit account. The 1977/78 Series of Canada Savings Bonds offered investors a nine-year bond with interest at 7 per cent in the first year and  $8\frac{1}{4}$  per cent in each of the remaining eight years for an over-all average annual yield to maturity of 8.06 per cent. After allowing for redemptions, the amount of Canada Savings Bonds outstanding increased by \$2,338 million in the fourth quarter of 1977 and by \$1,668 million over the year. The new issue of Canada Savings Bonds has remained on sale; gross sales to the end of January 1978 totalled \$2,771 million.

The final dates for the exercise of the extendible options on two earlier issues of marketable bonds fell during the year. Holders of an issue of 9 per cent bonds due February 1, 1978 had the option on or before October 31, 1977 of exchanging their holdings into an equal par value of 9 per cent bonds maturing February 1, 1980. In total \$344 million of the bonds were exchanged, leaving \$6 million of the original issue to mature in February 1978. Holders of an issue of  $9\frac{1}{4}$  per cent bonds maturing April 1, 1978 had the option up to January 1, 1978 to exchange their holdings into an equal par value of  $9\frac{1}{4}$  per cent bonds maturing April 1, 1984. Holders of \$322 million of these bonds exchanged their bonds, leaving \$3 million of the original issue to mature on April 1, 1978.

In March 1977 the Government cancelled \$23.3 million of bonds which it had acquired under purchase fund provisions. There were \$7.9 million of  $5\frac{1}{2}$  per cent bonds due August 1, 1980, \$10.9 million  $9\frac{1}{2}$  per cent bonds due June 15, 1994, \$1.5 million  $9\frac{1}{2}$  per cent bonds due October 1, 2001 and \$3.0 million  $8\frac{3}{4}$  per cent bonds due February 1, 2002.





## **Appendix Tables**



# APPENDIX TABLE I

## Bank of Canada Assets and Liabilities

### Monthly changes, millions of dollars

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Investment in Industrial Development Bank	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities		
						Chartered banks	Government of Canada	Other
1977								
January	- 340	+375	- 40	-351	-609	+228	+11	+ 13
February	+ 755	-955	-	- 52	- 22	-182	-22	- 25
March	- 200	+477	-	- 85	+ 37	+129	-12	+ 38
April	+ 91	- 65	- 40	+326	+163	+168	+ 1	- 20
May	+ 400	+ 34	-	-268	+234	- 70	+ 7	- 5
June	- 354	+ 66	-	+449	+130	- 34	+ 6	+ 59
July	+ 435	-185	- 41	- 59	+148	+ 9	-13	+ 5
August	+ 442	- 70	-	-349	- 1	+ 42	- 2	- 16
September	- 143	-462	-	+470	- 78	- 52	+ 1	- 6
October	+ 925	-307	- 49	-250	+ 99	+ 92	+ 4	+124
November	+ 9	+246	-	-293	+136	+ 18	- 4	-188
December	- 180	+676	-	+326	+589	+188	+17	+ 28
Total	+1,840	-170*	-170	-136	+826	+536	- 6	+ 7
1978								
January	- 366	- 10	- 41	-116	-623	+136	-23	- 23

\* Includes a decline of \$209 million in temporary swap transactions with the Exchange Fund Account. As at December 31, 1977, these temporary swaps stood at \$1,159 million.



## APPENDIX TABLE II

### Chartered Bank Cash Reserves

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Total minimum cash requirements	Average holdings of Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of juridical days in period
<b>1977</b>						
January	1-15				3,328	9
	16-31	4,405	1,102	3,303	3,335	11
February	1-15				3,163	11
	16-28	4,445	1,303	3,142	3,181	9
March	1-15				3,355	11
	16-31	4,435	1,107	3,328	3,343	12
April	1-15				3,431	10
	16-30	4,496	1,080	3,416	3,451	10
May	1-15				3,402	10
	16-31	4,464	1,086	3,378	3,394	11
June	1-15				3,330	11
	16-30	4,473	1,173	3,300	3,323	11
July	1-15				3,387	10
	16-31	4,497	1,133	3,364	3,394	10
August	1-15				3,468	11
	16-31	4,587	1,164	3,423	3,473	12
September	1-15				3,366	10
	16-30	4,533	1,203	3,330	3,358	11
October	1-15				3,466	9
	16-31	4,615	1,193	3,422	3,504	11
November	1-15				3,527	10
	16-30	4,685	1,199	3,486	3,522	11
December	1-15				3,674	11
	16-31	4,809	1,183	3,626	3,682	9
<b>1978</b>						
January*	1-15				3,874	9
	16-31	5,005	1,186	3,819	3,844	12
February*	1-15	5,095	1,423	3,672	3,691	11

\* Preliminary.

(1) Advances to banks and Purchase and Resale Agreements with money market dealers summed and divided by number of juridical days.

Excess cash reserves		Advances to chartered banks and PRA outstanding			
Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Number of days outstanding		Average outstanding <sup>(1)</sup>	
		Advances	PRA	Advances	PRA
230	.033	1	9	1.4	111.5
362	.043	1	10	1.4	157.7
229	.027	10	11	9.7	65.6
348	.050	9	7	21.9	152.3
298	.035	11	8	33.2	96.7
177	.019	12	4	32.5	23.9
149	.019	8	5	15.2	58.2
351	.044	-	8	-	104.6
237	.030	-	7	-	34.8
175	.021	1	7	1.8	48.7
321	.036	1	8	1.2	106.3
241	.027	1	6	5.3	95.9
220	.028	1	8	5.8	109.0
294	.037	-	8	-	176.2
501	.056	-	10	-	156.4
606	.062	3	8	21.3	46.8
359	.044	1	3	2.4	22.5
305	.034	2	4	5.5	37.1
394	.052	1	7	6.8	147.4
898	.098	7	10	51.6	165.0
409	.049	1	9	0.5	133.3
399	.043	-	7	-	88.2
523	.056	-	4	-	47.8
503	.066	3	4	22.3	11.8
493	.064	1	5	6.7	32.6
300	.029	1	10	-	64.6
217	.023	1	9	0.5	108.1

# APPENDIX TABLE III

## Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities

Delivered basis, par value in millions of dollars

Net purchases from (+) or net sales to (-) investment dealers and banks								
	Treasury bills	Bonds <sup>(1)</sup>				Bankers' acceptances <sup>(2)</sup>	Sub-total of bills and bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA
		3 years and under	3-5 years	5-10 years	Over 10 years			
1977								
January	- 125.0	-48.3	- 47.1	-	-	-76.9	- 297.3	+158.2
February	+ 239.7	-	-	-	-	- 3.5	+ 236.2	- 33.3
March	- 12.3	-	-	-	-	- 8.5	- 20.8	-154.0
April	+ 120.9	-	-	-	-	-	+ 120.9	- 61.1
May	+ 111.3	-	-	-	-	-	+ 111.3	+200.1
June	- 9.3	+30.0	- 30.0	-	-	-	- 9.3	-200.1
July	+ 325.4	+50.5	- 50.5	-	-	-	+ 325.4	-
August	+ 440.7	-	-	-	-	+ 0.5	+ 441.2	+ 87.5
September	- 36.0	-	-	-	-	- 0.5	- 36.5	- 87.5
October	+ 517.4	-	-	-	-	+ 8.0	+ 525.4	+116.5
November	+ 105.2	-	-	-	-	- 8.0	+ 97.2	+ 37.3
December	- 80.0	+ 3.9	-	-	-	+13.7	- 62.4	-153.8
Total	+1,598.0	+36.1	-127.6	-	-	-75.2	+1,431.3	- 90.2
1978								
January	+ 22.5	+30.5	-	-	-	-13.7	+ 39.3	+101.2

(1) Classified by years to maturity at time of transactions.

(2) Includes maturing bankers' acceptances.

# ers' Acceptances

Net transactions with Government and other client accounts							
Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (-) Government and client accounts		Net change in holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances			
Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bankers' acceptances	Total
+ 66.8	-	- 326.2	+ 4.0	-294.5	- 51.3	-48.7	- 394.5
+ 179.1	+ 500.0	- 133.8	- 1.3	+290.4	+ 480.1	-23.6	+ 746.9
+ 76.1	-	- 143.6	- 1.5	-194.8	- 17.6	-31.4	- 243.8
+ 112.4	+ 125.6	- 183.2	- 23.5	+ 17.7	+ 74.9	- 1.5	+ 91.1
+ 73.4	+ 292.1	- 229.1	- 18.7	+ 71.0	+ 343.2	+14.9	+ 429.1
+ 74.6	-	- 232.7	- 8.8	-282.8	- 78.6	-14.9	- 376.3
+ 164.6	+ 178.4	- 208.8	- 22.7	+281.2	+ 155.7	-	+ 436.9
+ 167.3	-	- 245.5	-	+439.6	+ 7.3	+ 3.6	+ 450.5
+ 39.9	+ 223.4	- 240.7	- 47.3	-313.9	+ 168.8	- 3.6	- 148.7
+ 197.4	+ 250.0	- 81.5	- 40.2	+708.5	+ 228.5	+30.6	+ 967.6
- 25.2	-	- 131.0	-	+ 5.7	- 1.5	-25.9	- 21.7
+ 70.4	+ 250.0	- 245.3	- 35.0	-386.8	+ 201.7	+ 9.0	- 176.1
<u>+1,196.8</u>	<u>+1,819.5</u>	<u>-2,401.4</u>	<u>-195.0</u>	<u>+341.3</u>	<u>+1,511.2</u>	<u>-91.5</u>	<u>+1,761.0</u>
+ 60.0	- 37.1	- 520.9	- 12.2	-359.3	- 10.2	- 0.2	- 369.7



# APPENDIX TABLE IV

## Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities\*: New Issues and Retirements

Date in 1977	Issues offered	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct					
Feb.	1	7½% Feb. 1, 1980	3 yrs.	7.69	250
		7¾% Apr. 1, 1982	5 yrs. 2 mos.	7.87	300
		8¾% Feb. 1, 2002 <sup>(1)</sup>	25 yrs.	8.82	300
				850	7
Feb.	4	Treasury bills	364 days		275
Mar.	21				225
Apr.	1	7½% Feb. 1, 1980 <sup>(3)</sup>	2 yrs. 10 mos.	7.63	225
		7¾% Apr. 1, 1982 <sup>(4)</sup>	5 yrs.	7.93	375
		8% Oct. 1, 1986 <sup>(5)</sup>	9 yrs. 6 mos.	8.23	175
		9½% June 15, 1994 <sup>(6)(7)</sup>	17 yrs. 2½ mos.	9.29	175
				950	675
May	6	Treasury bills	364 days		325
May	15	7½% Feb. 1, 1980 <sup>(8)</sup>	2 yrs. 8½ mos.	7.74	125
		8% July 1, 1982	5 yrs. 1½ mos.	8.12	275
		9¼% May 15, 1997 <sup>(9)</sup>	20 yrs.	9.31	200
				600	69
July	1	7½% June 1, 1980	2 yrs. 11 mos.	7.55	125
		8% July 1, 1982 <sup>(10)</sup>	5 yrs.	8.00	325
		8¾% July 1, 1987	10 yrs.	8.36	225
		9¼% May 15, 1997 <sup>(11)(12)</sup>	19 yrs. 10½ mos.	9.19	325
				1,000	649
Aug.	5	Treasury bills	364 days		115
Sept.	1	7½% June 1, 1980 <sup>(13)</sup>	2 yrs. 9 mos.	7.62	125
		8% July 1, 1982 <sup>(14)</sup>	4 yrs. 10 mos.	8.12	300
		8¾% July 1, 1987 <sup>(15)</sup>	9 yrs. 10 mos.	8.44	200
		9¼% May 15, 1997 <sup>(16)(17)</sup>	19 yrs. 8½ mos.	9.16	375
				1,000	500
Sept.	2	Treasury bills	364 days		115
Sept.	30	Treasury bills	364 days		115
Oct.	15	7½% June 1, 1980 <sup>(18)</sup>	2 yrs. 7½ mos.	7.62	50
		8% Oct. 15, 1982	5 yrs.	8.06	250
		9% Oct. 15, 1999 <sup>(19)</sup>	22 yrs.	9.00	350
				650	
Oct.	28	Treasury bills	364 days		150
Nov.	18	Treasury bills	364 days		
Nov.	25	Treasury bills	364 days		200

(Continued)

Date in 1977	Issues offered	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Dec. 15	7½% June 1, 1980 <sup>(20)</sup>	2 yrs. 5½ mos.	7.77	50	
	8% Oct. 15, 1982 <sup>(21)</sup>	4 yrs. 10 mos.	8.19	225	
	8¼% July 1, 1987 <sup>(22)</sup>	9 yrs. 6½ mos.	8.44	100	
	9% Oct. 15, 1999 <sup>(23)(24)</sup>	21 yrs. 10 mos.	9.05	375	
				<u>750</u>	
Dec. 23	Treasury bills	364 days		150	
Dec. 31					7 <sup>(25)</sup>
	Total bonds			<u>5,800</u>	<u>1,930</u>
	Total treasury bills*			<u>1,395</u>	<u>925</u>

**Issues payable in foreign currencies - direct and guaranteed**

Apr. 15	1 <sup>(26)</sup>
Oct. 15	1 <sup>(26)</sup>

\* Excludes three-month and six-month treasury bills which accounted for \$2,000 million of the net increase over the year in total securities outstanding.

<sup>(1)</sup> These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created February 1, 1977.

<sup>(2)</sup> Cancellation of \$7.9 million 5½% August 1, 1980 bonds, \$10.9 million 9½% June 15, 1994 bonds, \$1.5 million 9½% October 1, 2001 bonds, and \$3.0 million 8¾% February 1, 2002 bonds by the Purchase Fund.

<sup>(3)</sup> In addition to \$250 million 7½% February 1, 1980 already outstanding.

<sup>(4)</sup> In addition to \$300 million 7¾% April 1, 1982 already outstanding.

<sup>(5)</sup> In addition to \$235 million 8% October 1, 1986 already outstanding.

<sup>(6)</sup> In addition to \$794 million 9½% June 15, 1994 already outstanding.

<sup>(7)</sup> These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created June 15, 1974.

<sup>(8)</sup> In addition to \$475 million 7½% February 1, 1980 already outstanding.

<sup>(9)</sup> These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created May 15, 1977.

<sup>(10)</sup> In addition to \$275 million 8% July 1, 1982 already outstanding.

<sup>(11)</sup> In addition to \$200 million 9¼% May 15, 1997 already outstanding.

<sup>(12)</sup> These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created May 15, 1977.

<sup>(13)</sup> In addition to \$125 million 7½% June 1, 1980 already outstanding.

<sup>(14)</sup> In addition to \$600 million 8% July 1, 1982 already outstanding.

<sup>(15)</sup> In addition to \$225 million 8¼% July 1, 1987 already outstanding.

<sup>(16)</sup> In addition to \$525 million 9¼% May 15, 1997 already outstanding.

<sup>(17)</sup> These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created May 15, 1977.

<sup>(18)</sup> In addition to \$250 million 7½% June 1, 1980 already outstanding.

<sup>(19)</sup> These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created October 15, 1977.

<sup>(20)</sup> In addition to \$300 million 7½% June 1, 1980 already outstanding.

<sup>(21)</sup> In addition to \$250 million 8% October 15, 1982 already outstanding.

<sup>(22)</sup> In addition to \$425 million 8¼% July 1, 1987 already outstanding.

<sup>(23)</sup> In addition to \$350 million 9% October 15, 1999 already outstanding.

<sup>(24)</sup> These bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created October 15, 1977.

<sup>(25)</sup> Cancellation of guaranteed debt by Purchase Funds.

<sup>(26)</sup> Partial redemption at par of U.S. pay 5% October 15, 1987 for Sinking Fund.



# BANK OF CANADA Statement of Income and Expense

Year Ended December 31, 1977  
(with comparative figures for 1976)

	1977	1976
	(thousands of dollars)	
<b>INCOME</b>		
Investment revenue and other income		
After deducting interest paid on deposits		
(1977 \$5,442 – 1976 \$3,215) .....	<u>\$844,199</u>	<u>\$757,174</u>
<b>EXPENSE</b>		
Salaries <sup>(1)</sup> .....	\$ 20,903	\$ 18,125
Contributions to pension and insurance funds .....	3,199	3,362
Other staff expenses <sup>(2)</sup> .....	1,588	1,456
Directors' fees .....	38	37
Auditors' fees and expenses .....	175	155
Taxes – municipal and business .....	4,023	4,540
Bank note costs .....	14,043	14,948
Data processing and computer costs .....	2,233	1,800
Maintenance of premises and equipment – net .....	3,987	3,153
Printing of publications .....	503	466
Other printing and stationery .....	791	665
Postage and express .....	552	475
Telecommunications .....	701	650
Travel and staff transfers .....	859	696
Other expenses .....	<u>724</u>	<u>725</u>
	54,319	51,253
Depreciation on buildings and equipment .....	<u>3,677</u>	<u>2,681</u>
	57,996	53,934
NET INCOME PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA .....	<u>786,203</u>	<u>703,240</u>
	<u>\$844,199</u>	<u>\$757,174</u>

(1) The number of staff averaged 1,578 in 1977 and 1,458 in 1976; the approximate number of employee years worked was 1,589 in 1977 and 1,450 in 1976.

(2) Includes cafeteria expenses, retirement allowances, overtime pay, educational training costs and medical services.



# BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1977  
(with comparative figures for 1976)

ASSETS	1977	1976
	(thousands of dollars)	
<b>Deposits payable in foreign currencies:</b>		
Pounds sterling and U.S.A. dollars .....	\$ 118,761	\$ 62,493
Other currencies .....	1,346	623
	<u>120,107</u>	<u>63,116</u>
<b>Advances to chartered and savings banks .....</b>	<u>40,500</u>	<u>23,000</u>
<b>Bills bought in open market, not including treasury bills, at amortized values .....</b>	<u>13,669</u>	<u>104,786</u>
<b>Investments — at amortized values:</b>		
Treasury bills of Canada .....	2,418,345	2,085,613
Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years .....	3,467,585	2,917,069
Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years .....	4,339,219	3,382,813
Debentures issued by Industrial Development Bank .....	686,914	858,429
Securities issued by the United Kingdom and the United States of America .....	1,141,034	1,367,934
Other securities .....	2,633	2,633
	<u>12,055,730</u>	<u>10,614,491</u>
<b>Bank premises:</b>		
Land, buildings and equipment at cost less accumulated depreciation .....	65,041	61,448
<b>Cheques drawn on other banks .....</b>	<u>744,613</u>	<u>746,154</u>
<b>Accrued interest on investments .....</b>	<u>192,049</u>	<u>160,901</u>
<b>Net balance of Government of Canada collections and payments in process of settlement .....</b>	<u>176,225</u>	<u>65,333</u>
<b>Other assets .....</b>	<u>8,486</u>	<u>3,993</u>
	<u>\$13,416,420</u>	<u>\$11,843,222</u>

---

**LIABILITIES****1977****1976****(thousands of dollars)**

<b>Capital paid up</b> .....	\$ 5,000	\$ 5,000
<b>Rest fund</b> .....	25,000	25,000
<b>Notes in circulation</b> .....	8,638,550	7,813,050
<b>Deposits:</b>		
Government of Canada .....	26,002	32,536
Chartered banks .....	3,704,549	3,169,346
Other deposits .....	130,924	123,535
	<u>3,861,475</u>	<u>3,325,417</u>
<b>Liabilities payable in foreign currencies:</b>		
Government of Canada .....	99,744	55,830
Other .....	153	151
	<u>99,897</u>	<u>55,981</u>
<b>Bank of Canada cheques outstanding</b> .....	780,447	551,827
<b>Other liabilities</b> .....	6,051	66,947
	<u>\$13,416,420</u>	<u>\$11,843,222</u>

Governor, **G. K. BOUEY**Acting Chief Accountant, **C. J. GODDING**

---

**Auditors' Report** We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1977 and the statement of income and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1977 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the attached summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.

**PIERRE CHOUINARD, C.A.**  
de la firme Samson, Bélair & Associés

**M. A. MACKENZIE, F.C.A.**  
of the firm Clarkson, Gordon & Co.

Ottawa, Canada, January 20, 1978

# **BANK OF CANADA   Financial Statements December 31, 1977**

## **Summary of Significant Accounting Policies**

---

### **a. Form of Presentation**

The form of the statement of assets and liabilities meets the requirements of the Bank of Canada Act.

### **b. Revenues and Expenses**

Revenues and expenses have been accounted for on the accrual basis.

### **c. Investments and Bills**

In accordance with the requirements of the Bank of Canada Act, these assets have been recorded at their cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition have been included in income.

### **d. Translation of Foreign Currencies**

Assets and liabilities in foreign currencies have been translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end.

### **e. Depreciation**

Depreciation has been recorded at the following annual rates applied on the declining balance method:

Buildings	5%
Equipment	20%

## Board of Directors

---

G. K. BOUEY	OTTAWA Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. CAMPBELL	CALGARY, ALTA.
C. A. DAGENAI	MONTREAL, QUE.
W. DODGE	OTTAWA, ONT.
W. R. JENKINS	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
W. A. JOHNSTON	WINNIPEG, MAN.
S. G. LAKE	RAMEA, NFLD.
J. W. E. MINGO, Q.C.	HALIFAX, N.S.
J. H. POTTS, Q.C.	TORONTO, ONT.
MME Y. LEFEBVRE-RICHARD	MONTREAL, QUE.
J. A. STACK	SASKATOON, SASK. <i>Member of the Executive Committee</i>
J. TASCHEREAU	QUEBEC, QUE. <i>Member of the Executive Committee</i>
A. WALTON	VANCOUVER, B.C.

### **Ex-officio**

T. K. SHOYAMA	OTTAWA Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>
---------------	--



## Senior Officers

---

G. K. BOUEY, *Governor*  
R. W. LAWSON, *Senior Deputy Governor*

G. E. FREEMAN, *Deputy Governor*  
\*B. J. DRABBLE, *Deputy Governor*  
J. N. R. WILSON, *Adviser*  
A. J. NORTON, *Adviser*  
D. B. BAIN, *Associate Adviser*  
J. S. ROBERTS, *Secretary*

ALAIN JUBINVILLE, *Deputy Governor*  
D. J. R. HUMPHREYS, *Deputy Governor*  
JACQUES BUSSIÈRES, *Adviser*  
W. A. MCKAY, *Adviser*  
SERGE VACHON, *Associate Adviser*

\*On leave of absence as an Executive Director of the International Monetary Fund

J. M. E. MORIN, *Auditor*

### Securities Department

D. G. M. BENNETT, *Chief*

F. FAURE, *Deputy Chief*  
V. O'REGAN, *Securities Adviser*  
Toronto Division  
J. T. BAXTER, *Chief*

A. W. NOBLE, *Deputy Chief*

Montreal Division

J. CLÉMENT, *Chief*

W. E. DEANS – *Vancouver Representative*  
A. G. KEITH – *Edmonton Representative*

### Research Department

J. W. CROW, *Chief*

D. R. STEPHENSON, *Deputy Chief*

C. FREEDMAN, *Research Adviser*

### Department of Banking and Financial Analysis

G. G. THIESSEN, *Chief*

W. R. WHITE, *Deputy Chief*

G. W. KING, *Research Adviser*

### International Department

J. E. H. CONDER, *Chief*

A. C. LAMB, *Chief, Foreign Exchange Operations*

### Department of Administrative Operations

R. H. OSBORNE, *Chief*

T. D. MACKAY, *Deputy Chief*

L. A. VAUGHAN, *Chief, Currency Division*

### Public Debt Department

J. M. ANDREWS, *Chief*

J. M. MCCORMACK, *Public Debt Adviser*

### Computer Services Department

EDITH M. WHYTE, *Chief*

E. W. CHINN, *Deputy Chief*

### Secretary's Department

J. S. ROBERTS, *Secretary*

### Comptroller's Department

D. A. THOMPSON, *Comptroller*

A. ROUSSEAU, *Chief Accountant*

### Department of Personnel Administration

R. L. FLETT, *Chief*

H. A. D. SCOTT, *Personnel Adviser*

# Agencies

---

HALIFAX	E. L. JOHNSON, <i>Agent</i>
SAINT JOHN, N.B.	R. E. BURGESS, <i>Agent</i>
MONTREAL	J. E. R. ROCHEFORT, <i>Agent</i> R. MARCOTTE, <i>Assistant Agent</i>
OTTAWA	C. A. ST. LOUIS, <i>Agent</i>
TORONTO	R. E. A. ROBERTSON, <i>Agent</i> K. W. KAINE, <i>Assistant Agent</i>
WINNIPEG	A. H. POTTER, <i>Agent</i>
REGINA	G. H. SMITH, <i>Agent</i>
CALGARY	H. PROWSE, <i>Agent</i>
VANCOUVER	D. G. WARNER, <i>Agent</i>







HALIFAX E. L. JOHNSON, Agent  
 SAINT-JEAN (N.-B.) R. E. BURGESS, Agent  
 MONTRÉAL J. E. R. ROCHEFORT, Agent  
 OTTAWA R. MARCOTTE, Agent adjoint  
 C. A. ST-LOUIS, Agent  
 TORONTO R. E. A. ROBERTSON, Agent  
 K. W. KAINE, Agent adjoint  
 WINNIPEG A. H. POTTER, Agent  
 REGINA G. H. SMITH, Agent  
 CALGARY H. PROWSE, Agent  
 VANCOUVER D. G. WARNER, Agent

G. K. BOUEY, Gouverneur  
R. W. LAWSON, Premier sous-gouverneur

ALAIN JUBINVILLE, Sous-gouverneur  
D. J. R. HUMPHREYS, Sous-gouverneur  
JACQUES A. BUSSIÈRES, Conseiller  
W. A. MCKAY, Conseiller  
SERGE VACHON, Conseiller associé

\*Détaché au Fonds monétaire international en qualité d'Administrateur

J. M. E. MORIN, Vérificateur

**Département des Valeurs**

D. G. M. BENNETT, Chef

A. W. NOBLE, Sous-chef

Bureau de Montréal

J. CLÉMENT, Chef

W. E. DEANS – Représentant à Vancouver  
A. G. KEITH – Représentant à Edmonton

**Département des Recherches**

J. W. CROW, Chef

C. FREEDMAN, Conseiller en recherches

**Département des Études bancaires et financières**

G. G. THIESSEN, Chef

G. W. KING, Conseiller en recherches

**Département des Relations internationales**

J. E. H. CONDER, Chef

A. C. LAMB, Chef du service des Opérations sur devises

**Département des Opérations administratives**

R. H. OSBORNE, Chef

L. A. VAUGHAN, Chef de la section de la Monnaie

**Département de la Dette publique**

J. M. ANDREWS, Chef

J. M. MCCORMACK, Conseiller à la dette publique

**Département d'Informatique**

EDITH M. WHYTE, Chef

E. W. CHINN, Sous-chef

**Secrétariat**

J. S. ROBERTS, Secrétaire

**Département de Contrôle**

D. A. THOMPSON, Contrôleur

A. ROUSSEAU, Chef de la Comptabilité

**Direction du Personnel**

R. L. FLETT, Chef

H. A. D. SCOTT, Conseiller en personnel

OTTAWA G. K. BOUEY

Gouverneur

Membre du Comité de direction

OTTAWA R. W. LAWSON

Premier sous-gouverneur

Membre du Comité de direction

CALGARY (ALBERTA) R. W. CAMPBELL

MONTREAL (QUEBEC) C. A. DAGEHAIS

OTTAWA (ONTARIO) W. DODGE

CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD) W. R. JENKINS

WINNIPEG (MANITOBA) W. A. JOHNSTON

RAMSEA (TERRE-NEUVE) S. G. LAKE

HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE) J. W. E. MINCO, C.R.

TORONTO (ONTARIO) J. H. POTTS, C.R.

MONTREAL (QUEBEC) Mme Y. LEFEBVRE-RICHARD

SASKATOON (SASKATCHEWAN) J. A. STACK

Membre du Comité de direction

QUEBEC (QUEBEC) J. TASCHEREAU

Membre du Comité de direction

VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE) A. WALTON

## Membre d'office

OTTAWA T. K. SHOYAMA

Sous-ministre des Finances

Membre du Comité de direction

**a) Forme de présentation**

La présentation de l'état de l'actif et du passif satisfait aux exigences de la Loi sur la Banque du Canada.

**b) Revenus et dépenses**

Les revenus et dépenses ont été comptabilisés selon la méthode d'exercice.

**c) Portefeuille-titres et autres effets**

Conformément aux prescriptions de la Loi sur la Banque du Canada, ces titres ont été inscrits au prix coûtant ajusté de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur disposition de ces titres ont été imputés aux revenus.

**d) Conversion des devises étrangères**

Les éléments d'actif et de passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux du change en vigueur à la fin de l'année.

**e) Amortissement des immobilisations**

L'amortissement a été inscrit selon la méthode d'amortissement dégressif aux taux annuels suivants:

Bâtiments	5%
Équipement	20%



# PASSIF

	1977	1976
Capital versé .....	\$ 5,000	\$ 5,000
Fonds de réserve .....	25,000	25,000
Billets en circulation .....	8,638,550	7,813,050
Dépôts:		
Gouvernement du Canada .....	26,002	32,536
Banques à charte .....	3,704,549	3,169,346
Autres dépôts .....	130,924	123,535
	3,861,475	3,325,417
Passif payable en devises étrangères:		
Gouvernement du Canada .....	99,744	55,830
Autres .....	153	151
	99,897	55,981
Chèques de la Banque du Canada non compensés .....	780,447	551,827
Autres éléments de passif .....	6,051	66,947
	\$13,416,420	\$11,843,222

(en milliers de dollars)

Le Gouverneur, C. K. BOUEY  
Le Comptable en Chef Suppléant, C. J. GODDING

**Rapport des vérificateurs** Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1977 ainsi que l'état des revenus et dépenses pour l'exercice clos à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues et a comporté par conséquent les sondages et autres procédés que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

A notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1977 ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice clos à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

PIERRE CHOUINARD, C.A.

de la firme Samson, Bélair & Associés

M. A. MACKENZIE, F.C.A.

of the firm Clarkson, Gordon & Co.

Ottawa, Canada, le 20 janvier 1978

# BANQUE DU CANADA Etat de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1977  
(avec chiffres comparatifs pour 1976)

## ACTIF

### Dépôts payables en devises étrangères:

Livres sterling et dollars des Etats-Unis d'Amérique .....

Autres devises .....

### Avances aux banques à charte et banques d'épargne .....

### Effets achetés sur le marché libre,

bons du Trésor exceptés, à la valeur amortie .....

### Portefeuille-titres, à la valeur amortie:

Bons du Trésor du Canada .....

Autres titres émis ou garantis par le Canada,

échéances dans les trois ans .....

Autres titres émis ou garantis par le Canada,

échéances à plus de trois ans .....

Débiteures émises par la Banque d'expansion industrielle ..

Titres émis par le Royaume-Uni et par les

Etats-Unis d'Amérique .....

Autres titres .....

### Immobilisations:

Terrains, bâtiments et équipement, au prix coûtant,

moins amortissement accumulé .....

### Chèques tirés sur autres banques .....

### Intérêts courus sur placements .....

### Solde des recouvrements et des paiements pour le

Gouvernement du Canada, en cours de règlement .....

Autres éléments d'actif .....

1977	1976
\$ 118,761	\$ 62,493
1,346	623
120,107	63,116
40,500	23,000
13,669	104,786
2,418,345	2,085,613
3,467,585	2,917,069
4,339,219	3,382,813
686,914	858,429
1,141,034	1,367,934
2,633	2,633
12,055,730	10,614,491
65,041	61,448
744,613	746,154
192,049	160,901
176,225	65,333
8,486	3,993
\$13,416,420	\$11,843,222

(en milliers de dollars)

# BANQUE DU CANADA

## Etat des revenus et dépenses

Exercice clos le 31 décembre 1977  
(avec chiffres comparatifs pour 1976)

	1977	1976
(en milliers de dollars)		
<b>REVENUS</b>		
Revenus du portefeuille-titres et autres revenus après déduction des intérêts de \$5,442 (\$3,215 en 1976) payés sur les autres dépôts	\$844,199	\$757,174
<b>DÉPENSES</b>		
Traitements <sup>(1)</sup> .....	\$ 20,903	\$ 18,125
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ..	3,199	3,362
Autres frais de personnel <sup>(2)</sup> .....	1,588	1,456
Honoraires des administrateurs .....	38	37
Honoraires et frais des vérificateurs .....	175	155
Impôts municipaux et taxes d'affaires .....	4,023	4,540
Coût des billets de banque .....	14,043	14,948
Informatique .....	2,233	1,800
Entretien des immeubles et de l'équipement - montant net .....	3,987	3,153
Impression des publications .....	503	466
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau .....	791	665
Postes et messageries .....	552	475
Télécommunications .....	701	650
Déplacements et mutations .....	859	696
Autres dépenses .....	724	725
	54,319	51,253
Amortissement des bâtiments et de l'équipement .....	3,677	2,681
	57,996	53,934
<b>REVENU NET VERSE AU COMPTE DU</b>		
<b>RECEVEUR GENERAL DU CANADA .....</b>	<b>786,203</b>	<b>703,240</b>
	<u>\$844,199</u>	<u>\$757,174</u>

(1) Le nombre moyen d'employés a été de 1,578 en 1977 et 1,458 en 1976;  
le nombre approximatif d'années-hommes utilisées a été de 1,589 en 1977 et de 1,450 en 1976.  
(2) Y compris le fonctionnement des cafétérias, les gratifications de retraite, les heures supplémentaires, la formation professionnelle et les services médicaux.





Date	Désignation	Echéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	Remboursements
15 déc.	7½% 1 <sup>er</sup> juin 1980 <sup>(20)</sup>	2 ans et 5½ mois	7.77	50	
	8% 15 oct. 1982 <sup>(21)</sup>	4 ans et 10 mois	8.19	225	
	8¼% 1 <sup>er</sup> juillet 1987 <sup>(22)</sup>	9 ans et 6½ mois	8.44	100	
	9% 15 oct. 1999 <sup>(23)(24)</sup>	21 ans et 10 mois	9.05	375	
23 déc.	Bons du Trésor	364 jours		750	
31 déc.	Ensemble des obligations			5 800	1 930 <sup>(25)</sup>
	Ensemble des bons du Trésor*			1 395	925
15 avril					1 <sup>(26)</sup>
15 oct.					1 <sup>(26)</sup>

\* A l'exclusion des bons du Trésor à 3 et à 6 mois, dont la part dans l'augmentation nette de l'encours total des titres pour l'année est de 2 000 millions de dollars.

(1) Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 1<sup>er</sup> février 1977.  
 (2) Annulation de 7.9 millions d'obligations 5½% 1<sup>er</sup> août 1980, de 10.9 millions d'obligations 9½% 15 juin 1994, de 1.5 million d'obligations 9½% 1<sup>er</sup> octobre 2001 et de 3.0 millions d'obligations 8¾% 1<sup>er</sup> février 2002 détenues par le fonds de rachat.

(3) En plus des 250 millions d'obligations 7½% 1<sup>er</sup> février 1980 déjà en circulation.  
 (4) En plus des 300 millions d'obligations 7¾% 1<sup>er</sup> avril 1982 déjà en circulation.  
 (5) En plus des 235 millions d'obligations 8% 1<sup>er</sup> octobre 1986 déjà en circulation.  
 (6) En plus des 794 millions d'obligations 9½% 15 juin 1994 déjà en circulation.  
 (7) Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 juin 1974.

(8) En plus des 475 millions d'obligations 7½% 1<sup>er</sup> février 1980 déjà en circulation.  
 (9) Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 mai 1977.  
 (10) En plus des 275 millions d'obligations 8% 1<sup>er</sup> juillet 1982 déjà en circulation.  
 (11) En plus des 200 millions d'obligations 9½% 15 mai 1997 déjà en circulation.  
 (12) Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 mai 1977.

(13) En plus des 125 millions d'obligations 7½% 1<sup>er</sup> juin 1980 déjà en circulation.  
 (14) En plus des 600 millions d'obligations 8% 1<sup>er</sup> juillet 1982 déjà en circulation.  
 (15) En plus des 225 millions d'obligations 8¼% 1<sup>er</sup> juillet 1987 déjà en circulation.  
 (16) En plus des 525 millions d'obligations 9½% 15 mai 1997 déjà en circulation.  
 (17) Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 mai 1977.  
 (18) En plus des 250 millions d'obligations 7½% 1<sup>er</sup> juin 1980 déjà en circulation.

(19) Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 octobre 1977.  
 (20) En plus des 300 millions d'obligations 7½% 1<sup>er</sup> juin 1980 déjà en circulation.  
 (21) En plus des 250 millions d'obligations 8% 15 octobre 1982 déjà en circulation.  
 (22) En plus des 425 millions d'obligations 8¼% 1<sup>er</sup> juillet 1987 déjà en circulation.  
 (23) En plus des 350 millions d'obligations 9% 15 octobre 1999 déjà en circulation.  
 (24) Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 octobre 1977.

(25) Annulation de titres garantis détenus par les fonds de rachat.

(26) Rachat partiel d'obligations en dollars £.-U. 5% 15 octobre 1987 effectué au pair par le fonds d'amortissement.

# ANNEXE TABLEAU IV

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien : émissions et remboursements

Date en 1977	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	Livraisons	Remboursements
-----------------	-----------------------------	----------	---------------------------	--	------------	----------------

1 <sup>er</sup> févr.	7½% 1 <sup>er</sup> févr. 1980	3 ans	7.69	250	250	
	7¾% 1 <sup>er</sup> avril 1982	5 ans et 2 mois	7.87	300	300	
	8¾% 1 <sup>er</sup> févr. 2002 <sup>(1)</sup>	25 ans	8.82	300	300	
4 févr.	Bons du Trésor	364 jours		275	275	7
21 mars						225
1 <sup>er</sup> avril	7½% 1 <sup>er</sup> févr. 1980 <sup>(3)</sup>	2 ans et 10 mois	7.63	225	225	23 <sup>(2)</sup>
	7¾% 1 <sup>er</sup> avril 1982 <sup>(4)</sup>	5 ans	7.93	375	375	
	8% 1 <sup>er</sup> oct. 1986 <sup>(5)</sup>	9 ans et 6 mois	8.23	175	175	
	9½% 15 juin 1994 <sup>(6)(7)</sup>	17 ans et 2½ mois	9.29	175	175	
6 mai	Bons du Trésor	364 jours		950	950	675
	7½% 1 <sup>er</sup> févr. 1980 <sup>(8)</sup>	2 ans et 8½ mois	7.74	125	125	250
	8% 1 <sup>er</sup> juillet 1982	5 ans et 1½ mois	8.12	275	275	
	9¼% 15 mai 1997 <sup>(9)</sup>	20 ans	9.31	200	200	
1 <sup>er</sup> juill.	7½% 1 <sup>er</sup> juin 1980	2 ans et 11 mois	7.55	600	600	69
	8% 1 <sup>er</sup> juillet 1982 <sup>(10)</sup>	5 ans	8.00	325	325	
	8¼% 1 <sup>er</sup> juillet 1987	10 ans	8.36	225	225	
	9¼% 15 mai 1997 <sup>(11)(12)</sup>	19 ans et 10½ mois	9.19	325	325	
5 août	Bons du Trésor	364 jours		1 000	1 000	649
	7½% 1 <sup>er</sup> juin 1980 <sup>(13)</sup>	2 ans et 9 mois	7.62	115	115	250
	8% 1 <sup>er</sup> juillet 1982 <sup>(14)</sup>	4 ans et 10 mois	8.12	300	300	
	8¼% 1 <sup>er</sup> juillet 1987 <sup>(15)</sup>	9 ans et 10 mois	8.44	200	200	
	9¼% 15 mai 1997 <sup>(16)(17)</sup>	19 ans et 8½ mois	9.16	375	375	
2 sept.	Bons du Trésor	364 jours		1 000	1 000	500
	7½% 1 <sup>er</sup> juin 1980 <sup>(18)</sup>	2 ans et 7½ mois	7.62	115	115	
	8% 15 oct. 1982	5 ans	8.06	250	250	
	9% 15 oct. 1999 <sup>(19)</sup>	22 ans	9.00	350	350	
28 oct.	Bons du Trésor	364 jours		650	650	
18 nov.	Bons du Trésor	364 jours		150	150	200
25 nov.	Bons du Trésor	364 jours		150	150	
38						

# lien et sur acceptations bancaires

Opérations nettes* avec le gouvernement ou d'autres clients			
Souscriptions lors de l'émission moins amortissements à l'échéance			
Portefeuilles du gouvernement et des autres clients			
Bons		Obligations	
Bons		Obligations	
Variations nettes des avoirs en titres du gouvernement et en acceptations bancaires			
Bons		Obligations	
Acceptations bancaires		Total	

+ 66.8	-	- 326.2	+ 4.0	- 294.5	- 51.3	- 48.7	- 394.5
+ 179.1	+ 500.0	- 133.8	- 1.3	+ 290.4	+ 480.1	- 23.6	+ 746.9
+ 76.1	-	- 143.6	- 1.5	- 194.8	- 17.6	- 31.4	- 243.8
+ 112.4	+ 125.6	- 183.2	- 23.5	+ 17.7	+ 74.9	- 1.5	+ 91.1
+ 73.4	+ 292.1	- 229.1	- 18.7	+ 71.0	+ 343.2	+ 14.9	+ 429.1
+ 74.6	-	- 232.7	- 8.8	- 282.8	- 78.6	- 14.9	- 376.3
+ 164.6	+ 178.4	- 208.8	- 22.7	+ 281.2	+ 155.7	-	+ 436.9
+ 167.3	-	- 245.5	-	+ 439.6	+ 7.3	+ 3.6	+ 450.5
+ 39.9	+ 223.4	- 240.7	- 47.3	- 313.9	+ 168.8	- 3.6	- 148.7
+ 197.4	+ 250.0	- 81.5	- 40.2	+ 708.5	+ 228.5	+ 30.6	+ 967.6
- 25.2	-	- 131.0	-	+ 5.7	- 1.5	- 25.9	- 21.7
+ 70.4	+ 250.0	- 245.3	- 35.0	- 386.8	+ 201.7	+ 9.0	- 176.1
+ 1196.8	+ 1819.5	- 2401.4	- 195.0	+ 341.3	+ 1511.2	- 91.5	+ 1761.0
- 60.0	- 37.1	- 520.9	- 12.2	- 359.3	- 10.2	- 0.2	- 369.7

# ANNEXE TABLEAU III

## Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement

D'après la date de livraison des titres, valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes\* avec les négociants en valeurs mobilières et avec les banques

Bons du Trésor	Obligations <sup>(1)</sup>				Acceptations bancaires <sup>(2)</sup>	Ensemble des postes précédents	Titres pris en pension
	3 ans ou moins	3 à 5 ans	5 à 10 ans	Plus de 10 ans			

1977	Janvier	- 125.0	- 48.3	- 47.1	-	- 76.9	- 297.3	+ 158.2
	Février	+ 239.7	-	-	-	- 3.5	+ 236.2	- 33.3
	Mars	- 12.3	-	-	-	- 8.5	- 20.8	- 154.0
	Avril	+ 120.9	-	-	-	-	+ 120.9	- 61.1
	Mai	+ 111.3	-	-	-	-	+ 111.3	+ 200.1
	Juin	- 9.3	+ 30.0	- 30.0	-	-	- 9.3	- 200.1
	Juillet	+ 325.4	+ 50.5	- 50.5	-	-	+ 325.4	-
	Août	+ 440.7	-	-	-	+ 0.5	+ 441.2	+ 87.5
	Septembre	- 36.0	-	-	-	- 0.5	- 36.5	- 87.5
	Octobre	+ 517.4	-	-	-	+ 8.0	+ 525.4	+ 116.5
	Novembre	+ 105.2	-	-	-	- 8.0	+ 97.2	+ 37.3
	Décembre	- 80.0	+ 3.9	-	-	+ 13.7	- 62.4	- 153.8
1978	Total	+ 1 598.0	+ 36.1	- 127.6	-	- 75.2	+ 1 431.3	- 90.2
	Janvier	+ 22.5	+ 30.5	-	-	- 13.7	+ 39.3	+ 101.2

\* Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe (-) le contraire.  
<sup>(1)</sup> Ventilation d'après le nombre d'années à court, à compter de la date de l'opération.  
<sup>(2)</sup> Y compris les acceptations bancaires arrivant à échéance.



Réserve-encaisse excédentaires		Coefficient moyen	Montant	des réserves excédentaires	Avances	Pensions	Encours des avances aux banques à charte et des pensions	Encours moyen <sup>(1)</sup>	Avances	Pensions	la période
cunilé des excédents pour											
la période											

230	.033	1	9	1.4	111.5
362	.043	1	10	1.4	157.7
229	.027	10	11	9.7	65.6
348	.050	9	7	21.9	152.3
298	.035	11	8	33.2	96.7
177	.019	12	4	32.5	23.9
149	.019	8	5	15.2	58.2
351	.044	-	8	-	104.6
237	.030	-	7	-	34.8
175	.021	1	7	1.8	48.7
321	.036	1	8	1.2	106.3
241	.027	1	6	5.3	95.9
220	.028	1	8	5.8	109.0
294	.037	-	8	-	176.2
501	.056	-	10	-	156.4
606	.062	3	8	21.3	46.8
359	.044	1	3	2.4	22.5
305	.034	2	4	5.5	37.1
394	.052	1	7	6.8	147.4
898	.098	7	10	51.6	165.0
409	.049	1	9	0.5	133.3
399	.043	-	7	-	88.2
523	.056	-	4	-	47.8
503	.066	3	4	22.3	11.8
493	.064	1	5	6.7	32.6
300	.029	1	10	-	64.6
217	.023	1	9	0.5	108.1

# ANNEXE TABLEAU II

## Réserve-encaisse des banques à charte

En millions de dollars, sauf indication contraire

Montant minimum requis:	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada	Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables dans la période
-------------------------------	--	--	--	---

1977

Janvier	1-15	4 405	1 102	3 303	3 328	9
Février	1-15	4 445	1 303	3 142	3 163	11
	16-28				3 181	9
Mars	1-15	4 435	1 107	3 328	3 355	11
	16-31				3 343	12
Avril	1-15	4 496	1 080	3 416	3 431	10
	16-30				3 451	10
Mai	1-15	4 464	1 086	3 378	3 402	10
	16-31				3 394	11
Juin	1-15	4 473	1 173	3 300	3 330	11
	16-30				3 323	11
Juillet	1-15	4 497	1 133	3 364	3 387	10
	16-31				3 394	10
Août	1-15	4 587	1 164	3 423	3 468	11
	16-31				3 473	12
Septembre	1-15	4 533	1 203	3 330	3 366	10
	16-30				3 358	11
Octobre	1-15	4 615	1 193	3 422	3 466	9
	16-31				3 504	11
Novembre	1-15	4 685	1 199	3 486	3 527	10
	16-30				3 522	11
Décembre	1-15	4 809	1 183	3 626	3 674	11
	16-31				3 682	9
1978						
Janvier*	1-15	5 005	1 186	3 819	3 874	9
	16-31				3 844	12
Février*	1-15	5 095	1 423	3 672	3 691	11

\* Chiffres provisoires.

(1) Pour obtenir les chiffres de ces deux colonnes, on a divisé la somme des avances aux banques et des prises en pension effectuées avec les négociants du marché monétaire au cours de chaque période par le nombre de jours ouvrables compris dans la période.

# ANNEXE TABLEAU 1

## Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles - En millions de dollars

Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Titres de la B.E.L.	Autres éléments de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens Banques à charte Gouvernement canadien Autres
1977					
Janvier	- 340	+ 375	- 40	- 351	- 609
Février	+ 755	- 955	-	- 52	- 22
Mars	- 200	+ 477	-	- 85	+ 37
Avril	+ 91	- 65	- 40	+ 326	+ 163
Mai	+ 400	+ 34	-	- 268	+ 234
Juin	- 354	+ 66	-	+ 449	+ 130
Juillet	+ 435	- 185	- 41	- 59	+ 148
Août	+ 442	- 70	-	- 349	- 1
Septembre	- 143	- 462	-	+ 470	- 78
Octobre	+ 925	- 307	- 49	- 250	+ 99
Novembre	+ 9	+ 246	-	- 293	+ 136
Décembre	- 180	+ 676	-	+ 326	+ 589
Total	+ 1 840	- 170*	- 170	- 136	+ 826
1978					
Janvier	- 366	- 10	- 41	- 116	- 623
Janvier	- 366	- 10	- 41	- 116	+ 136

\* Y compris une diminution de 209 millions de dollars au titre des opérations temporaires de swap avec le Fonds des changes. Au 31 décembre 1977, le montant de ces swaps était de 1 159 millions.





## Tableaux en annexe

dollars, l'emprunt le plus important, en termes nets, a été celui de 500 millions lancé en décembre. De l'ensemble des obligations négociables émises en 1977, 16% étaient des titres à court terme (3 ans ou moins), 47% des titres à moyen terme (à plus de 3 ans mais à moins de 10 ans) et les 37% restant étaient des titres à long terme (à 10 ans ou plus). L'échéance moyenne de l'ensemble des obligations en circulation émises ou garanties par le gouvernement a été prolongée de douze mois pour s'établir à sept ans et cinq mois.

Des modifications importantes ont été apportées en 1977 aux obligations d'épargne du Canada. Ainsi, l'obligation à coupons bien connue a été remplacée par une obligation à intérêt composé, c'est-à-dire dont les intérêts sont capitalisés automatiquement pour produire eux aussi des intérêts jusqu'à l'échéance. Par ailleurs, l'obligation à intérêt régulier, dont les intérêts sont payés par chèque une fois l'an, a été modifiée de façon à ce que les intérêts produits puissent désormais être versés directement à un compte de dépôt désigné par le titulaire. Les obligations d'épargne du Canada de l'émission 1977-1978 sont des titres à 9 ans, assortis d'un taux d'intérêt de 7% pour la première année et de 8 1/4% pour chacune des huit autres années, ce qui donne aux épargnants un taux de rendement annuel moyen à l'échéance de 8.06%. Compte tenu des remboursements effectués, l'encours des obligations d'épargne du Canada s'est accru

de 2 338 millions de dollars au dernier trimestre

de 1977 et de 1 668 millions sur l'ensemble de l'année. L'émission de 1977-1978 n'a pas été retirée du marché; à la fin de janvier 1978, elle avait rapporté un montant brut de 2 771 millions de dollars.

Les dates limites prévues pour l'exercice du droit d'échange dont étaient assorties deux émissions d'obligations négociables en circulation tombaient en 1977. Jusqu'au 31 octobre 1977, les détenteurs d'obligations 9% 1<sup>er</sup> février 1978 avaient la faculté de convertir ces titres au pair contre des obligations 9% 1<sup>er</sup> février 1980. Les échanges de ces titres se sont chiffrés à 344 millions de dollars, de sorte qu'il ne restait que 6 millions de dollars de l'émission originale lorsque celle-ci est arrivée à échéance en février 1978. Quant aux détenteurs de titres de l'émission 9 1/4% 1<sup>er</sup> avril 1978, ils avaient jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 1978 pour les convertir au pair contre des obligations 9 1/4% 1<sup>er</sup> avril 1984. Un total de 322 millions de dollars de titres de cette émission a été échangé, et le solde actuel s'élève à 3 millions de dollars.

En mars 1977, le gouvernement a annulé 23.3 millions de dollars d'obligations acquises en vertu des dispositions des fonds de rachat. Il a ainsi annulé 7.9 millions de dollars d'obligations 5 1/2% 1<sup>er</sup> août 1980, 10.9 millions d'obligations 9 1/2% 15 juin 1994, 1.5 million d'obligations 9 1/2% 1<sup>er</sup> octobre 2001 et 3 millions d'obligations 8 3/4% 1<sup>er</sup> février 2002.

titre de mesure intermédiaire, à un tirage sur la ligne de crédit renouvelable obtenue auprès des banques à charte. Le premier d'une série de tirages a été annoncé le 27 février.

### La gestion de la dette publique

Dans le cadre de la gestion de la dette publique la Banque du Canada, à titre d'agent financier du gouvernement canadien, a effectué en 1977 des opérations de financement qui ont eu pour effet d'augmenter de 6 340 millions de dollars l'encours (à la valeur nominale) des titres négociés et de 1 668 millions celui des obligations d'épargne du Canada.

Le gouvernement s'est procuré, grâce à l'accroissement de l'encours des bons du Trésor, 2 470 millions de dollars d'argent frais, dont 470 millions par voie d'adjudications nettes de bons à un an. En juillet, le ministre des Finances annonçait que le calendrier des adjudications de bons du Trésor à un an serait modifié et qu'à partir du 4 août 1977, celles-ci auraient lieu toutes les quatre semaines plutôt qu'une fois par trimestre. Le montant de bons du Trésor détenus hors du secteur bancaire s'est accru de 1 279 millions et a atteint 2 708 millions de dollars; il représente maintenant plus du quart de l'encours total de ces titres.

L'encours (à la valeur nominale) des obligations négociables en dollars canadiens émises ou garanties par le gouvernement fédéral s'est accru de 3 870 millions de dollars. (Pour de plus amples renseignements à ce sujet, voir le Tableau IV de l'Annexe.) En 1977, le gouvernement a mis sur le marché sept émissions d'obligations de ce type, dont trois étaient en partie destinées à rembourser d'importants emprunts arrivant à échéance. Chacune de ces émissions comportait une tranche d'obligations à court terme, une tranche d'obligations à moyen terme et une autre d'obligations à long terme. Une quatrième tranche d'obligations à environ 10 ans a été ajoutée à quatre de ces émissions. Deux des emprunts lancés en 1977 portaient sur un montant brut de 1 milliard de

d'achat et de vente de dollars É.-U. visant à assurer un fonctionnement ordonné du marché de la devise américaine au Canada. Vu le fléchissement du dollar canadien qui s'est produit au cours de l'année – parfois sous de fortes pressions – ces opérations se sont soldées par une ponction considérable sur les réserves officielles du Canada. Celles-ci ont diminué de 1 235,9 millions de dollars É.-U. en 1977 et, à la fin de l'année, elles se chiffraient à 4 607,5 millions. À la fin de février 1978, elles étaient de l'ordre de 3 698,8 millions.

C'est également à titre d'agent financier du gouvernement canadien que la Banque du Canada a négocié auprès des banques à charte canadiennes la ligne de crédit renouvelable en dollars É.-U. dont le ministre des Finances faisait état dans son communiqué du 27 octobre 1977. Cette ligne de crédit a pour but de permettre au Fonds des changes de reconstruire en temps voulu ses avoirs en dollars É.-U. Contractée pour une période de sept ans, elle permettra au gouvernement d'emprunter à son gré, pour des périodes de un, deux, trois ou six mois, jusqu'à 1,5 milliard de dollars É.-U. et de réemprunter tous les montants remboursés. Le gouvernement paiera une commission d'engagement de 3/8 de 1% l'an sur la tranche non utilisée du crédit; il pourra à tout moment et sans pénalité annuler la totalité ou une partie de la tranche non utilisée. Le taux d'intérêt applicable aux tirages sera le même que celui des banques du marché interbancaire des euro-dollars à Londres offrent des dépôts en dollars É.-U. d'échéance comparable, majoré de 5/8 de 1% l'an au cours des trois premières années de la convention et de 3/4 de 1% au cours des quatre années suivantes. Les fonds seront recueillis sur le marché international.

Le 21 février 1978, le ministre des Finances annonçait l'intention du gouvernement canadien de lancer un emprunt à l'étranger dans le but d'aider à financer le déficit de la balance courante. Le ministre a annoncé par la même occasion que le gouvernement procéderait, à







## Le marché des changes

certain nombre de programmes et d'accords fiscaux.

Un autre phénomène important qui s'est produit en 1977 au chapitre des flux de crédit réside dans la diminution marquée des fonds obtenus par les emprunteurs canadiens sur les marchés étrangers, comparativement aux montants exceptionnellement élevés empruntés en 1976. En effet, la proportion des concours financiers obtenus à l'étranger par rapport au financement total est tombée d'un sommet de 22% en 1976 à 12% en 1977. La diminution de ces entrées de capitaux au Canada a joué un rôle important dans l'évolution du marché des changes au cours de l'année qui vient de s'écouler.

Il fallait s'attendre à ce que le taux de change enregistre tôt ou tard une certaine baisse par rapport au niveau atteint vers le milieu de 1976, vu la détérioration de la position concurrentielle du Canada survenue ces dernières années. En 1976, les paiements courants du Canada en étaient venus à se solder par un déficit considérable qui était jusque-là assez facilement financé par des entrées de capitaux. Mais depuis octobre 1976, un certain nombre d'éléments nouveaux influent sur le financement du déficit et, par voie de conséquence, sur le cours du change. L'évolution de la situation politique du Québec et son incidence sur les perspectives économiques de l'ensemble du Canada ont donné lieu à de nouvelles incertitudes. De plus, le montant des emprunts nets à long terme contractés à l'étranger par les provinces et les municipalités a diminué par rapport au niveau record atteint en 1976 et ce, en raison de la réduction des besoins de trésorerie de l'ensemble de ces gouvernements en 1977 et de l'amenuisement de l'écart entre les taux à long

La valeur du dollar canadien sur le marché des changes a diminué par étapes, passant d'environ \$É.-U. 1.03 en octobre à environ \$É.-U. 0.90 à l'automne 1977; à la fin de février 1978, elle était de \$É.-U. 0.8967.

## Financement obtenu par les principaux emprunteurs non financiers

En milliards de dollars

	1974	1975	1976	1977
Emprunteurs				
Entreprises non financières				
emprunts	6.4	4.0	6.3	5.7
papier à court terme	1.4	0.2	0.3	0.0
obligations	1.2	2.2	2.3	3.5
actions	0.4	0.9	1.0	2.0
investissements directs des non-résidents	0.7	0.7	- 0.3	0.3 <sup>e</sup>
Emprunteurs hypothécaires <sup>(1)</sup>	6.2	7.2	9.0	11.9 <sup>e</sup>
Consommateurs	2.9	3.3	4.0	3.4 <sup>e</sup>
Ensemble du secteur privé	19.3	18.4	22.5	26.8 <sup>e</sup>
Provinces et municipalités <sup>(2)</sup>				
emprunts	0.3	0.4	0.1	- 0.2 <sup>e</sup>
papier à court terme et bons du Trésor	- 0.1	0.3	- 0.2	- 0.1
obligations — achetées avec des fonds du Régime de pensions du Canada	1.2	1.4	1.5	1.6
— autres	3.1	6.5	7.9	5.7
Gouvernement canadien				
bons du Trésor	0.9	0.6	1.6	2.4
obligations négociables	0.8	0.7	1.8	3.8
Obligations d'épargne du Canada	2.4	2.7	0.8	1.7
Ensemble du secteur public	8.7	12.6	13.4	14.9 <sup>e</sup>
Ensemble du financement				
Institutions financières				
prêts — banques	8.0	7.7	9.8	9.4
— autres institutions	7.3	6.7	9.2	11.1 <sup>e</sup>
achats de titres — banques	1.4	- 0.0	1.5	3.0
— autres institutions	2.2	4.5	4.7	6.9 <sup>e</sup>
Ensemble des institutions financières	18.9	18.9	25.2	30.4 <sup>e</sup>
Titres achetés directement par les investisseurs canadiens				
— non négociables	2.4	2.9	0.9	1.6
— autres	1.1	0.8	- 1.1	0.9 <sup>e</sup>
Titres achetés par les non-résidents <sup>(3)</sup>	1.8	4.3	8.2	4.6 <sup>e</sup>
Investissements directs des non-résidents	0.7	0.7	- 0.3	0.3 <sup>e</sup>
Secteur public	2.1	2.6	2.5	2.0
Banque du Canada	1.0	0.8	0.6	1.9
Ensemble du financement accordé	28.0	31.0	36.0	41.7 <sup>e</sup>

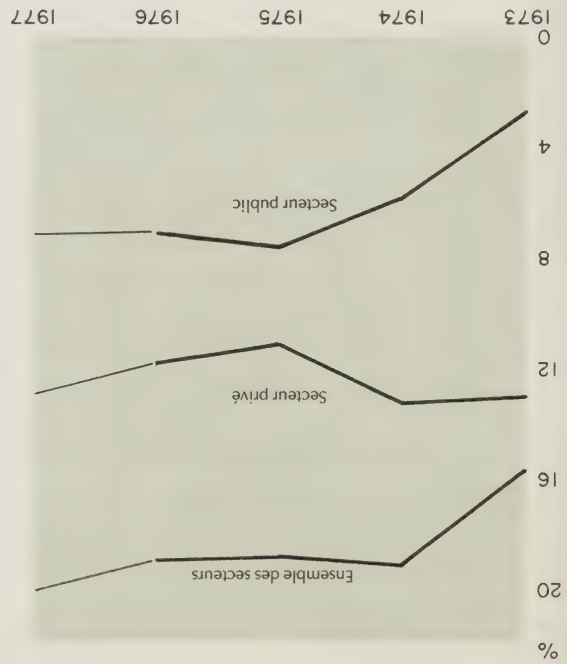
(1) estimations.

(2) Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation. Non compris le montant des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements ou leurs agences, notamment la S.C.H.L., qui figurent dans le financement des administrations intéressées.

(3) Y compris les emprunts contractés par les entreprises du secteur public. Les prêts accordés par le gouvernement canadien sont exclus. Comprend les émissions nettes placées sur les marchés étrangers par les emprunteurs autres que les institutions financières, les émissions nettes placées au Canada et achetées par les non-résidents ainsi que les achats (ou les ventes) nets de titres canadiens déjà en circulation effectués par les non-résidents.

# Financement obtenu par les principaux emprunteurs non financiers

En % de la D.N.B.



ment forte, tandis que l'augmentation modérée des dépenses au titre des investissements fixes a été dans une large mesure compensée par un fléchissement du rythme d'accumulation des stocks. Il semble donc qu'en intensifiant leurs opérations de financement sur les marchés obligataires et boursiers, les entreprises canadiennes aient voulu renforcer leur situation comptable par le biais de remboursements d'engagements à court terme et d'une accumulation d'avoirs financiers. Etant donné l'ampleur de ces opérations, on peut penser que les entreprises non financières ont réussi, au cours de l'année dernière, à améliorer leur situation financière.

Une forte expansion des emprunts hypo-

thécaires s'est produite en 1977 et ce, en dépit du ralentissement de la construction domiciliaire par rapport aux hauts niveaux atteints l'année précédente. Cette progression du crédit hypothécaire est due en partie au fait que les emprunteurs avaient décidé, en prévision de la baisse des taux qui s'est produite sur ce marché à la fin de 1976 et au début de 1977, de ne pas se prévaloir immédiatement des promesses de financement obtenues. De plus le marché des logements existants a connu une activité extraordinaire, qui a grandement contribué à faire augmenter la demande de crédit hypothécaire. L'écart considérable qui s'est maintenu durant la plus grande partie de l'année entre les taux hypothécaires et les taux des prêts aux particuliers par les banques et par les autres institutions financières a incité les débiteurs hypothécaires à accroître le montant de leurs emprunts à l'occasion du renouvellement de leurs hypothèques et à utiliser les fonds ainsi obtenus pour acheter des biens durables ou pour rembourser d'autres dettes. Cependant, même en tenant compte de cette modification des sources de financement, le volume du crédit à la consommation semble avoir progressé plus lentement en 1977, en raison de la croissance modérée des dépenses en biens durables.

Dans le secteur public, la forte croissance des besoins de financement du gouvernement fédéral a été grandement compensée par la diminution des besoins des administrations provinciales et municipales. Le montant du financement obtenu par ces administrations avait été très élevé en 1976, certaines d'entre elles ayant placé des emprunts à l'étranger à la fois en prévision de besoins futurs et pour financer les besoins du moment. La situation budgétaire des provinces et des municipalités, en termes de comptabilité nationale, s'est également améliorée de façon substantielle, à la faveur notamment de l'excellente situation financière des provinces de l'Ouest riches en ressources naturelles et des transferts effectués par le gouvernement fédéral en vertu d'un



dans le Rapport de l'an dernier – des détenteurs de gros dépôts à vue à se prévaloir de la possibilité que leur offraient volontiers les banques à charte de réduire au minimum le montant moyen de leurs dépôts à vue. Bien que ce changement d'habitudes du public semble avoir contribué à affaiblir la croissance de M1, il ne paraît pas avoir eu, dans l'ensemble, une ampleur considérable. La Banque a tenu compte de cet élément dans l'interprétation de l'évolution de M1 et dans le choix de la période de base par rapport à laquelle sont calculées les limites de la nouvelle cible.

En juin 1977, le taux de croissance de M1 était revenu à l'intérieur de la fourchette de 8% à 12%; en effet, par rapport à la période de base comprise entre février et avril 1976, il était d'environ 9% l'an. C'est ce niveau atteint par M1 en juin qui a été choisi par la suite comme base à partir de laquelle sont calculées les limites de 7% et de 11% l'an de la nouvelle fourchette-cible. Entre juin et les trois derniers mois écoulés, le taux tendanciel de croissance de M1 s'est maintenu en moyenne un peu au-dessus du point central de la fourchette visée.

La croissance tendancielle des agrégats monétaires pris au sens large a été assez différente de celle de M1. Pendant la plus grande partie de 1976 et au début de 1977, ces agrégats ont accusé une hausse très rapide, mais leur rythme de croissance a fléchi considérablement à partir du milieu de 1977. Ce ralentissement contraste avec le récent profil de croissance de la dépense nationale en termes nominaux. De fait, depuis le milieu de 1977, la croissance de la dépense nominale s'est quelque peu accélérée par rapport aux quatre trimestres précédents. L'explication du comportement récent de ces agrégats monétaires réside dans le fait que la proportion des fonds qui ont emprunté les circuits du système bancaire a diminué. La croissance des prêts bancaires octroyés aux particuliers et aux entreprises s'est ralentie en 1977 par rapport à l'année précédente, ce qui a amené les banques à solliciter moins activement

### Les flux de crédit

Même si le désir des emprunteurs de réorganiser leur structure financière a entraîné un ralentissement de la croissance du système bancaire en 1977, il a néanmoins contribué à faire augmenter de façon appréciable le montant des crédits demandés par les principaux emprunteurs canadiens. De fait, comme l'indique le graphique (ci-contre), le rapport de l'ensemble du financement obtenu à la D.N.B. nominale a de nouveau progressé en 1977, même s'il se situait déjà à un niveau très élevé au cours des années précédentes. Cet accroissement traduit en grande partie la forte demande de financement du secteur privé, particulièrement des entreprises non financières et des emprunteurs hypothécaires. Quant au rapport de l'ensemble des emprunts des divers paliers de gouvernement à la D.N.B., il est demeuré stationnaire. La répartition sectorielle de la demande de crédit obtenue en 1977 est assez surprenante, puisqu'elle correspond davantage à celle qu'on retrouve en période de forte croissance cyclique qu'à celle des périodes où l'activité économique est hésitante, comme ce fut le cas l'an dernier.

Ainsi, la forte progression des emprunts contractés par les entreprises non financières paraît avoir dépassé le montant des concours nécessaires au financement des investissements fixes et des stocks. En 1977, les ressources d'auto-financement ont marqué une avance relative-



Au premier semestre, le marché a été enclin, à l'occasion, à accélérer la baisse des taux à court terme au Canada et dans l'ensemble la Banque du Canada a donné à sa politique de gestion des réserves-encaisse des banques à charte une orientation quelque peu restrictive. Au second semestre, les anticipations ont joué tantôt dans un sens tantôt dans l'autre, la Banque intervenant, parfois de façon énergique, pour modérer les variations des taux d'intérêt à court terme qui en résultaient. Comme le montrent les Tableaux II et III de l'Annexe, ces interventions se sont accompagnées de modifications plutôt importantes des réserves-encaisse des banques à charte, du montant des crédits octroyés par la banque centrale et des avoirs de la Banque en titres du gouvernement\*.

**Les tendances des agrégats monétaires**

Durant la plus grande partie de 1976 et les premiers mois de 1977, le taux d'accroissement de M1 au Canada a eu continuellement tendance à s'établir quelque peu en deçà de la limite inférieure de la fourchette visée, qui était à ce moment-là de 8% l'an. Cette tendance s'explique principalement par la croissance relativement lente qu'a enregistrée la dépense nominale du deuxième trimestre de 1976 au deuxième trimestre de 1977. Devant une telle situation, la Banque a déclenché la série de réductions des taux d'intérêt à court terme dont il a été question précédemment.

Par ailleurs, il semble que se soit confirmée durant cette période la tendance - mentionnée

\* Le Tableau II de l'Annexe indique également le montant de l'encours des prêts octroyés par la banque centrale au cours de chacune des périodes de réserve de l'année 1977. De février à avril, il y a eu continuellement au poste des avances un montant correspondant à des avances consenties à l'Unité, Banque du Canada (les relevés mensuels de l'actif et du passif de l'Unité, publiés dans la Gazette du Canada, font état de sommes dues à la fin des mois de février et de mars). C'est en sa qualité de prêteur de dernier ressort que la Banque du Canada a effectué ces avances à caractère plutôt exceptionnel, compte tenu de leur durée, de leur montant par rapport à la taille de la banque, et du fait qu'il y avait parmi les garanties fournies des billets à ordre et des titres négociables émis par des emprunteurs autres que le gouvernement canadien. Ces avances ont été remboursées intégralement en avril.

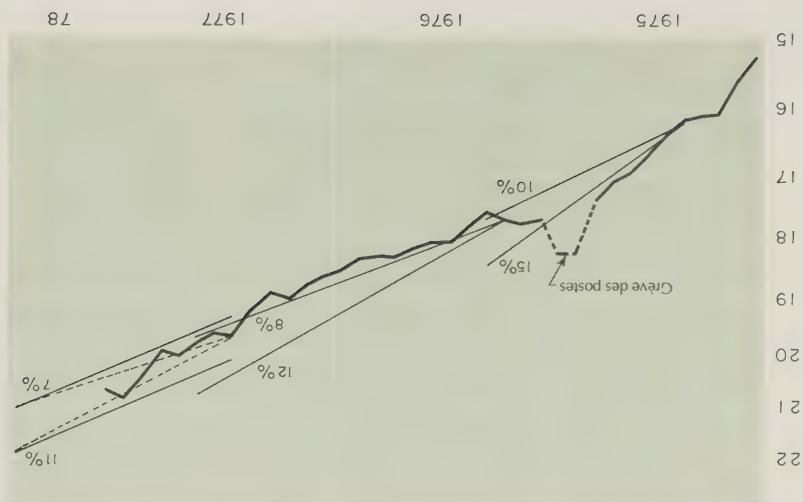


### Masse monétaire et fourchette de croissance visée

Données désaisonnalisées

#### Monnaie et dépôts à vue

Milliards de dollars, données mensuelles - Échelle semi-logarithmique

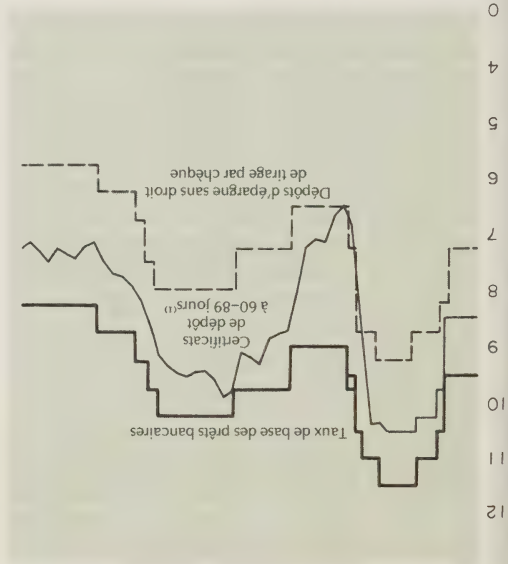


papier à court terme est tombé de 9¼% à environ 7¼% et le taux préférentiel des banques à charte de 10¼% à 8¼%. Les taux offerts par les banques sur les dépôts d'épargne sans droit de tirage par chèque ont diminué de 2¼ points de pourcentage, ce qui a eu pour effet de rétablir l'écart qui avait existé avant mars 1976 entre le taux de ces dépôts et le taux préférentiel des prêts bancaires. Les taux des prêts hypothécaires ordinaires ont en général fléchi de 1½ point de pourcentage et se sont établis à 10¼%. Bien qu'influencés par le recul des taux à court terme, les taux d'intérêt à plus long terme ont connu une évolution différente et leur fléchissement durant la période a été moins prononcé.

marquée.

termes de s'écarter sensiblement, dans un sens ou dans l'autre, des niveaux atteints peu après la réduction du taux d'escompte effectuée en mai. Aux États-Unis par contre, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté de près de 2 points de pourcentage depuis le début du printemps de 1977. Par suite de l'évolution divergente du loyer de l'argent dans les deux pays, l'écart entre les taux à court terme pratiqués au Canada et aux États-Unis a été réduit de près de 4 points de pourcentage depuis novembre 1976. L'écart entre les taux d'intérêt à long terme des deux pays s'est également amenuisé depuis environ un an, mais dans une proportion beaucoup moindre. Ces taux ont connu une évolution assez semblable au Canada et aux États-Unis, diminuant graduellement jusqu'au milieu de l'été. Depuis, ils se sont relevés sensiblement dans les deux pays, mais au Canada la hausse a été un peu plus tardive et un peu moins

Quelques taux bancaires représentatifs



<sup>(1)</sup> Les chiffres de la période antérieure à novembre 1974 correspondent aux taux pratiqués dans le cadre de la convention dite de Winnipeg.

Canada



À court terme

Taux à 3 mois



<sup>(1)</sup> Papier des sociétés de financement.  
<sup>(2)</sup> Papier commercial vendu par des négociants en valeurs mobilières.

À long terme

Comparaison des taux pratiqués au Canada et aux États-Unis



réelle de l'économie canadienne de plus de 5%, pourvu que le rythme de l'inflation continue de

s'atténuer.

Il est néanmoins important de souligner qu'à court terme la politique monétaire n'est qu'un

des facteurs qui déterminent le rythme de progression de la dépense globale; elle ne peut

guère influencer directement la mesure dans laquelle une augmentation de la dépense se

traduira par un accroissement de la production et de l'emploi ou par une hausse des prix. Le

comportement des prix est fonction du degré de sensibilité des agents économiques aux condi-

tions du marché. Dans ce contexte, la politique

monétaire est menée d'une façon qui lui donne, en ce qui concerne le niveau de la dépense,

quelques-unes des propriétés d'un stabilisateur

automatique. Ainsi, lorsque la croissance de la

dépense nominale s'écarte considérablement

d'un profil acceptable, le taux d'expansion de la

masse monétaire a tendance à s'établir au delà

ou en deçà des limites de la fourchette-cible. En

général, la Banque du Canada essaie de faire

obstacle à ces déviations en exerçant des

pressions à la hausse ou à la baisse sur les taux

d'intérêt à court terme. Une telle action a pour

effet non seulement de ramener le taux d'expan-

sion monétaire à l'intérieur de la fourchette

visée, mais aussi d'infléchir la croissance de la

dépense nominale dans le sens voulu.

La Banque ne pense pas que l'emploi d'objec-

tifs en matière d'expansion monétaire puisse être

abordé de façon mécanique et elle continue

d'analyser un vaste éventail de données écono-

miques et financières. Il est évident que ces

travaux d'analyse lui sont nécessaires non

seulement pour établir ou modifier les limites de

la fourchette de croissance de la masse

monétaire mais aussi pour choisir le moment,

déterminer l'ampleur et évaluer l'incidence

économique des mesures concernant les taux

d'intérêt à court terme qu'elle envisage de temps

à autre. Pour interpréter les variations de la

masse monétaire par rapport à l'objectif visé, la

Banque analyse continuellement les influences

## L'évolution des taux d'intérêt

économiques.

économiques auxquelles M1 est soumis, notam-

ment les variations de la dépense nationale, les

variations des taux d'intérêt et les modifications

du cadre institutionnel susceptibles d'affecter la

relation existant entre M1 et les autres variables

économiques.

L'analyse de l'évolution des taux d'intérêt au

cours des quelques douze derniers mois peut

être divisée en deux périodes. Au cours de la

première, qui va de la fin de 1976 au mois de

mai 1977, la Banque du Canada a créé des

conditions favorables à une baisse des taux

d'intérêt à court terme, étant donné l'affaibli-

sement de la tendance de la dépense globale qui

avait amené le taux de croissance de M1 à

évoluer en deçà de la fourchette visée. Au cours

de cette période, le taux d'escompte a fait l'objet

de quatre réductions successives totalisant deux

points de pourcentage. La première, qui est

entrée en vigueur le 22 novembre, a fait passer le

taux d'escompte de 9½% à 9%. Après que se fut

atténuée l'instabilité relative qu'avaient connue

pendant quelque temps les marchés de change

et le marché financier intérieur, une deuxième

réduction abaissait le taux d'escompte à 8½% le

22 décembre. Une troisième réduction de ½

point de pourcentage abaissait le taux d'es-

compte à 8%\* le 1<sup>er</sup> février 1977. Aucune autre

mesure n'a été prise avant le mois de mai. Entre

temps, l'évolution de M1 de même que celle

d'autres indicateurs de la croissance de la

dépense globale portait à croire que les taux

d'intérêt pouvaient encore baisser. Le taux

d'escompte fut abaissé une quatrième fois, pour

s'établir le 9 mai à 7½%.

En général, les taux du marché à court terme et

la plupart des taux administrés des institutions

financières ont enregistré des baisses propor-

tionnelles aux réductions successives du taux

d'escompte. Ainsi, le taux de rendement du

\*Par la même occasion, le coefficient minimum obligatoire des

réserves secondaires des banques a été abaissé de 5½%

à 5%.



On trouvera dans la présente section du Rapport une revue assez détaillée des objectifs de la politique monétaire et des méthodes employées par la Banque du Canada pour les réaliser. Cette section comprend aussi un aperçu de l'évolution des agrégats monétaires et des flux de crédit en 1977, ainsi qu'un compte rendu des opérations que la Banque a effectuées à titre d'agent du gouvernement canadien chargé de la gestion du Fonds des changes et de celle de la dette publique.

## La politique monétaire

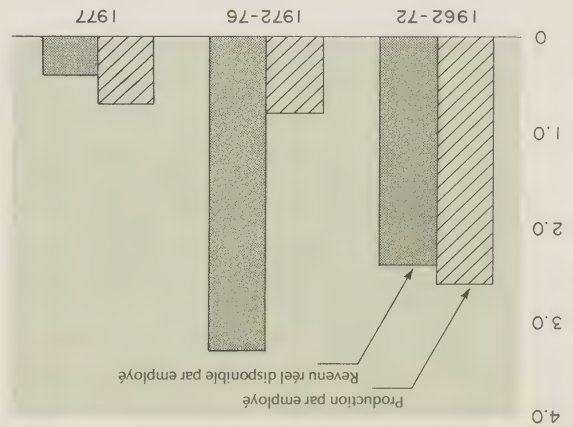
La Banque du Canada a continué d'appliquer durant l'année une politique visant à réduire progressivement le rythme de l'expansion monétaire. C'est dans le cadre de cette politique que s'inscrit la seconde réduction – annoncée en octobre – de la fourchette de croissance de la monnaie hors banques et des dépôts à vue dans les banques à charte (M1).  
A l'automne 1975, lorsque la Banque annonça pour la première fois son objectif en matière d'expansion monétaire, le taux visé de croissance tendancielle de M1, mesuré par rapport au niveau moyen atteint par cet agrégat au deuxième trimestre de 1975, se situait entre un minimum de 10% l'an et un maximum qui devait rester en deçà de 15%. En août 1976, les limites de la fourchette visée furent réduites respectivement à 8% et à 12% l'an et l'on adopta comme période de base le trimestre centré sur mars 1976. En octobre 1977, ces limites furent réduites à 7% et à 11% l'an, et le mois de juin 1977 fut choisi comme période de base. De la

période de base précédente à juin 1977, l'accroissement de M1 a été d'environ 9%, de sorte que la nouvelle base se situe au-dessous du point central de l'ancienne fourchette.

A toutes fins pratiques, la fourchette-cible de M1 peut être considérée comme un ruban de largeur uniforme, dont les limites se situeraient à 2% au-dessus et à 2% au-dessous du point central, plutôt que comme un cône délimité par les taux minimum et maximum de croissance. Alors que le taux de croissance de M1 peut varier considérablement d'un mois à l'autre, l'objectif fixé par la Banque s'applique au taux de croissance moyen de la masse monétaire sur des périodes beaucoup plus longues. La présentation de la fourchette-cible sous forme de ruban permet de situer les fluctuations passagères de même envergure de façon uniforme par rapport aux limites visées, peu importe le moment où elles surviennent.

La Banque choisit des taux-cibles d'expansion monétaire susceptibles d'assurer une croissance de la dépense globale en termes nominaux qui permette une progression raisonnable de la production et de l'emploi, en même temps qu'une réduction continue du taux d'inflation. La fourchette actuelle de 7% à 11% l'an devrait, si l'on en juge par les comportements observés dans le passé, permettre un accroissement de la dépense nationale en termes nominaux pouvant aller en 1978 jusqu'aux environs de 12% l'an sans qu'il soit nécessaire de modifier de beaucoup les taux d'intérêt à court terme. Une telle progression de la dépense nationale serait elle-même compatible avec une croissance

Tendance de la productivité et du revenu réel  
Taux moyen de variation annuelle



L'I.P.C., qui reflète principalement l'évolution des coûts intérieurs et n'est influencée que très indirectement par les facteurs internationaux, n'a augmenté pour la période de douze mois se terminant en décembre 1977 que de 5<sup>3</sup>/<sub>4</sub>%, soit environ la moitié du taux observé en 1976. Les variations exceptionnellement fortes du revenu réel disponible des ménages, c'est-à-dire net d'impôts et dégonflé à l'aide de l'indice des

minimes en 1977.

prix à la consommation, constituent l'un des traits saillants de l'évolution économique des dernières années. Habituellement, l'augmentation du revenu réel moyen par travailleur correspond assez étroitement à l'accroissement de la productivité de la main-d'œuvre, lequel constitue en longue période le principal facteur de l'amélioration du niveau de vie. Comme l'indique le graphique ci-contre, ce rapport étroit s'est maintenu assez fidèlement pendant la période allant de 1962 à 1972. Cependant, sur la période de quatre ans comprise entre 1972 et 1976, les tendances respectives du revenu réel et de la productivité se sont écartées de façon remarquable l'une de l'autre; le revenu réel disponible par travailleur a grimpé à un rythme exceptionnellement rapide tandis que l'accroissement de la productivité se situait bien au-dessous du taux tendanciel moyen, qui est d'environ 2% l'an. Cette évolution divergente est due à l'interaction d'un certain nombre de facteurs inhabituels et passagers, dont notamment la poussée que l'extraordinaire amélioration des termes de l'échange a exercée sur le revenu réel pendant la majeure partie de cette période. Depuis, cette tendance s'est renversée en grande partie, et l'accroissement de la productivité est demeuré modeste. Dans cette conjoncture, les gains au chapitre du revenu personnel disponible en termes réels ont été

s'est dessinée depuis l'adoption du programme de lutte contre l'inflation. L'amélioration enregistrée en 1977 n'a pas été aussi spectaculaire que celle de 1976; néanmoins, au dernier trimestre de l'année, le taux moyen d'augmentation des salaires sur la durée des contrats est tombé à 7% l'an, tandis que le taux d'augmentation pour la première année d'application des contrats s'établissait en moyenne à 7½%. La modération qui a caractérisé les augmentations octroyées dans le cadre des nouveaux accords salariaux s'est manifestée tant dans le secteur commercial que dans le secteur non commercial.

En dépit du ralentissement de la hausse des coûts intérieurs de production, les pressions à la hausse sur les prix intérieurs se sont intensifiées en 1977 par suite de la progression rapide des prix à l'importation. En raison surtout de l'impportance de la baisse du taux de change, les prix des produits importés ont grimpé de près de 17% sur les quatre trimestres de 1977, contre moins de 2% en 1976 et 6% en 1975. Cette hausse s'est répercutée de façon particulièrement visible sur les prix des produits alimentaires.

Les pressions sur les prix se sont manifestées au niveau des ventes de gros. Sur les quatre trimestres de 1977, les prix de vente au niveau du fabricant ont augmenté de 8%, soit presque deux fois plus qu'en 1976. Les prix de vente dans le secteur de l'alimentation ont grimpé de plus de 9% pendant cette période, après avoir fléchi en 1976. Il faut toutefois mentionner qu'en général l'accélération des prix enregistrée au niveau du fabricant a été relativement faible en 1977, compte tenu de l'ampleur du glissement du taux de change. Cette augmentation modeste témoigne du remarquable effet modérateur qu'a eu le ralentissement de la hausse des coûts intérieurs.

Les mêmes facteurs qui ont influencé les prix de gros ont également joué au niveau des prix de détail, sauf que le renversement de la tendance à la baisse des prix des produits alimentaires a eu ici des incidences encore plus spectaculaires. Dans le calcul de l'indice des prix à la

consommation, l'alimentation compte pour plus du quart et, au cours des douze mois de 1977, cette composante de l'I.P.C. a enregistré une augmentation de plus de 15% alors qu'elle avait légèrement diminué en 1976. Cette évolution du coût de l'alimentation s'explique, semble-t-il, par le jeu d'un certain nombre de facteurs. Outre l'incidence qu'a eue la dépréciation du dollar canadien sur le prix des denrées alimentaires importées, il convient de mentionner ici certains phénomènes qui ont affecté le marché nord-américain des produits agricoles, notamment le vif renchérissement de la viande de bœuf, l'une des principales causes de la hausse des prix a été la fin de la période d'abatage intensif effectué pour des motifs de rentabilité. En ce qui concerne les fruits et légumes, les approvisionnements ont été réduits au début de l'année par suite des gelées survenues en Floride et, plus récemment, par les conditions difficiles dans lesquelles se sont effectuées les récoltes au Canada et dans le sud-ouest des États-Unis. Le renchérissement des produits alimentaires s'est poursuivi en janvier 1978, mais à un rythme moins rapide que celui des mois précédents.

La tendance des prix à la consommation autres que ceux de l'alimentation a continué de s'améliorer en 1977, malgré la hausse du coût des produits importés. À la fin de l'année, le taux d'accroissement de l'indice des prix à la consommation, alimentation exclue, sur les douze derniers mois était de moins de 7½%, soit un point de moins que pour la période correspondante de 1976. En janvier 1978, la croissance sur douze mois de cet indice a été de moins de 7%. Comme dans le cas des prix de vente au niveau du fabricant, cette tenue des prix s'explique par la modération des coûts intérieurs, qui a grandement contenu la pression à la hausse exercée par la baisse du taux de change. Cette modération des prix intérieurs est particulièrement manifeste lorsque l'on examine l'indice des prix des services autres que le logement et l'énergie. Cette composante de



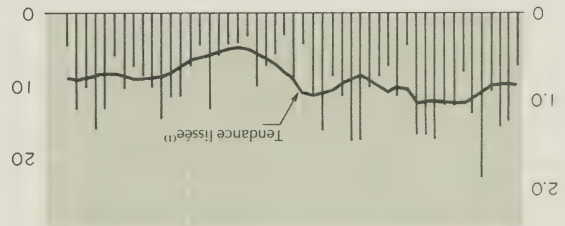
## Évolution des prix et des coûts

### Taux de variation des prix à la consommation

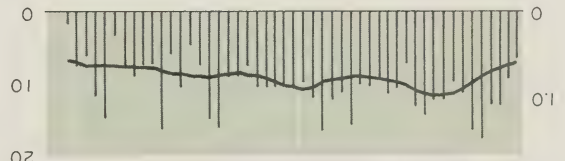
Données désaisonnalisées, variation mensuelle

exprimée en taux annuels

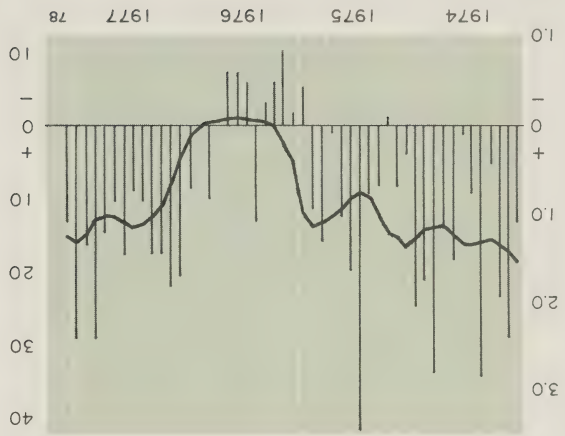
**Indice global**  
Taux mensuel



**Indice global, alimentation exclue**



**Alimentation**



(1) Variation semestrielle d'une moyenne mobile sur trois mois

(2) Biens et services.

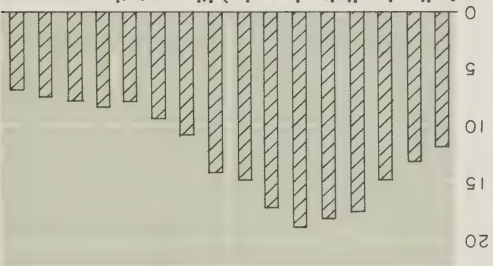
### Indice implicite des prix à l'importation

Taux de variation par rapport à l'année précédente, données trimestrielles



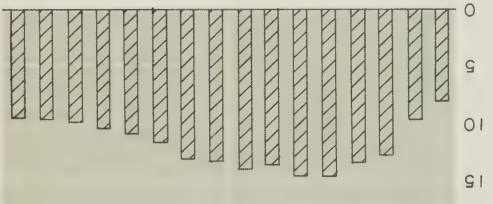
### Accords salariaux

Taux moyen de variation annuelle sur la durée des contrats, données trimestrielles



### Gains hebdomadaires moyens dans l'industrie

Taux de variation par rapport à l'année précédente, données trimestrielles





accusé une baisse sensible au cours de l'année précédente. L'une des principales causes de cette remontée des profits réside dans l'incidence de la baisse du taux de change sur les industries d'exportation et sur celles qui doivent concurrencer sur place les fournisseurs étrangers, l'évolution du taux de change ayant accru la rentabilité des industries d'exportation et encouragé la substitution de la production locale aux importations. La baisse du taux de change a eu également une incidence favorable sur les revenus agricoles, mais les revenus nets des agriculteurs, en termes de comparabilité d'exercice, ont été en moyenne beaucoup moins élevés qu'en 1976. Cette diminution s'explique en grande partie par le fléchissement de la production agricole – notamment de la récolte de blé par rapport à celle exceptionnellement bonne de 1976 – et par l'augmentation soutenue des coûts d'exploitation dans le secteur agricole.

Par suite du ralentissement de la hausse de la masse salariale, il s'est produit une atténuation sensible de l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre, lesquels constituent de loin la plus importante composante des coûts de production au Canada. Vu que l'accroissement de la productivité de la main-d'œuvre s'est ralenti en 1977, cette amélioration de la tenue des coûts est entièrement attribuable à un ralentissement encore plus marqué de la croissance du salaire nominal moyen. Les gains hebdomadaires moyens, qui sont moins affectés par les paiements rétroactifs que ne le sont les estimations de la masse salariale, ont augmenté d'environ 9% sur les quatre trimestres de 1977, après avoir grimpé de 11% en 1976. Au cours des derniers mois de 1977, la croissance des gains s'est encore atténuée et s'établissait, en taux annuels, à près de 8%.

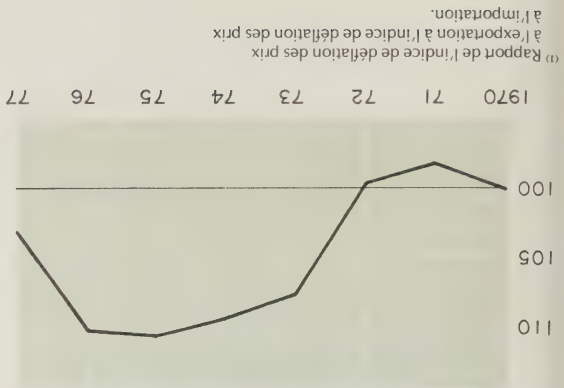
Les nouveaux accords salariaux conclus dans le cadre des conventions collectives importantes constituent en général un indicateur précurseur des variations des gains moyens; là aussi, il s'est de nouveau produit en 1977 un ralentissement appréciable, d'ailleurs conforme au profil qui

# **Balance des paiements courants** Dollars courants, données trimestrielles désaisonnalisées et exprimées en taux annuels



## **Termes de l'échange**<sup>(1)</sup>

Calculés au dernier trimestre de chaque année, 4<sup>e</sup> trim. de 1970 = 100



<sup>(1)</sup> Rapport de l'indice de déflation des prix à l'exportation à l'indice de déflation des prix à l'importation.

Canada en 1977 pour se rapprocher du taux américain, dont il s'était considérablement éloigné depuis quelques années. De plus, la diminution du taux de change a eu pour effet de rendre plus compétitifs les coûts de production des entreprises canadiennes.

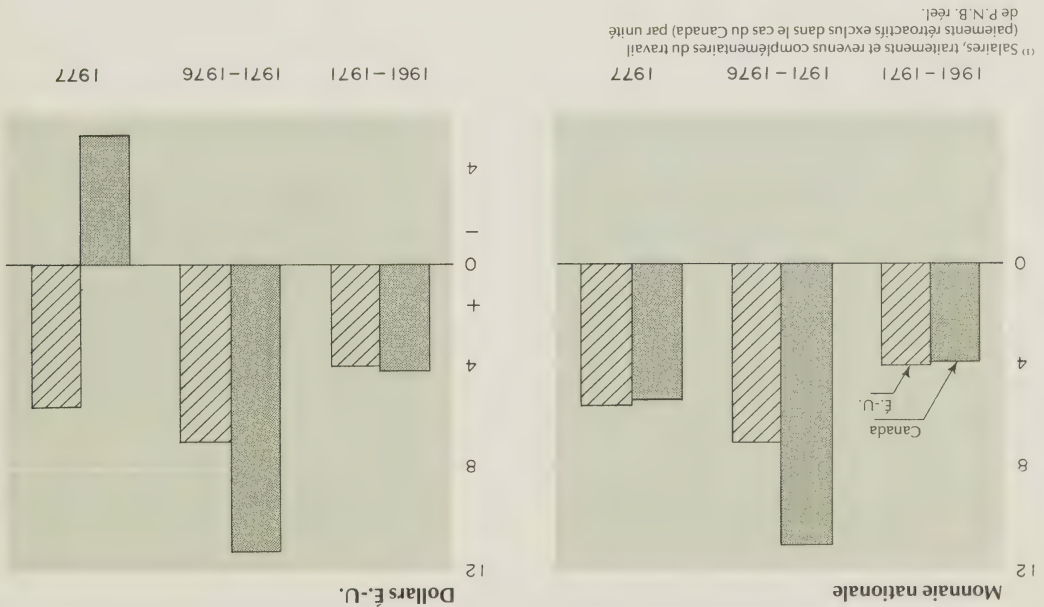
Un autre élément qui a eu une incidence importante en 1977 sur la balance commerciale et sur le revenu intérieur réel a été le ralentissement marqué de la hausse des prix canadiens à l'exportation par rapport à celle des prix des produits importés. En dépit de cette détérioration des termes de l'échange, qui s'est produite après plusieurs années exceptionnelles favorables au Canada et qui semble s'expliquer aussi bien par l'évolution des prix sur les marchés internationaux que par celle du taux de change, le solde de la balance commerciale en termes nominaux s'est constamment amélioré au cours

Le ralentissement de la croissance du revenu nominal global en 1977 est dû presque exclusivement à la très nette modération de la progression des revenus du travail. Les importants paiements rétroactifs de salaires qui sont venus s'ajouter aux revenus du travail en 1976 ont contribué à exagérer l'importance de cette modération. Toutefois, même si l'on tient compte de ce facteur, la décélération demeure importante. D'autre part, les profits se sont considérablement redressés en 1977 après avoir

de l'année, l'excédent dégagé s'établissant à environ 3 milliards de dollars en 1977 contre 1 milliard en 1976. Toutefois, cette amélioration a été absorbée par un accroissement continu du déficit au titre des intérêts et des voyages, de sorte que le déficit global de la balance courante est demeuré aux alentours de 4 milliards de dollars.

# Coûts unitaires de main-d'œuvre<sup>(1)</sup>

Taux moyen de variation annuelle, calculé au dernier trimestre de chaque année



Sur les quatre trimestres de 1977, la croissance de l'ensemble de la dépense et des revenus en termes nominaux (D.N.B.) a continué à se ralentir pour tomber à un peu moins de 10%, après avoir été de 12½% pour les quatre trimestres de l'année précédente. Cette décélération est imputable au ralentissement de la hausse générale des prix (mesurée par l'indice de déflation de la D.N.B.) et des coûts unitaires de production, lesquels constituent un élément fondamental de la formation des prix. Durant cette période, l'indice de déflation de la D.N.B. a augmenté d'environ 5½%, soit moins que la moitié du taux record enregistré en 1974.

Les principales composantes de la demande réelle se sont accrues en 1977 à un rythme très inégal. Cependant, le fait saillant à ce chapitre a été la nette amélioration, en termes réels, du solde de la balance commerciale, c'est-à-dire de la différence entre le volume des exportations et des importations de biens et services. L'accroissement de la demande intérieure a été par contre très modéré sur les quatre trimestres de l'année.

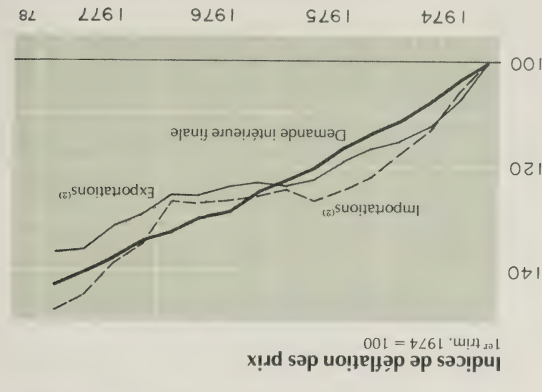
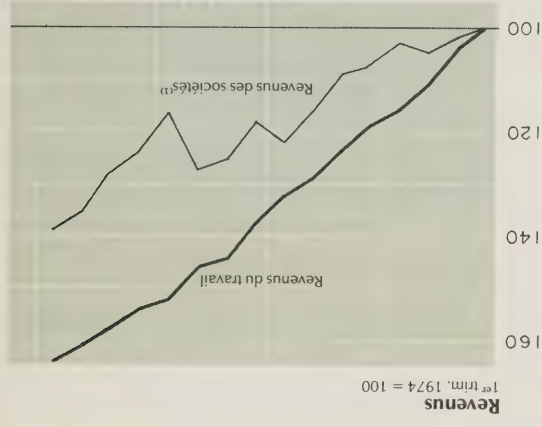
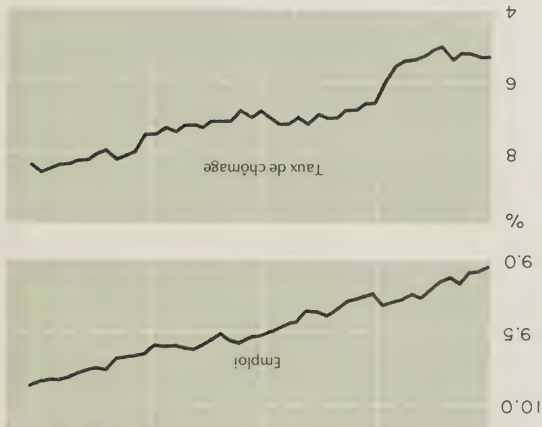
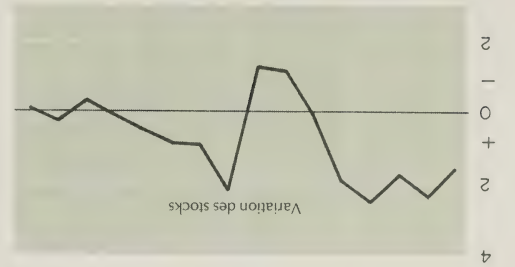
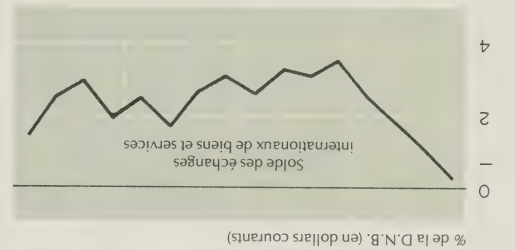
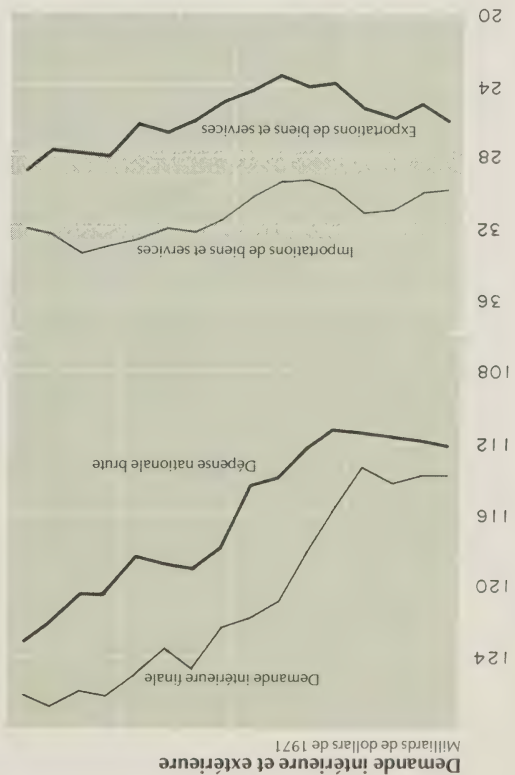
Au premier semestre, le comportement de la demande intérieure a été fortement influencé par la faiblesse des dépenses réelles de consommation, elle-même liée au ralentissement de la croissance des revenus nominaux et à une nouvelle flambée des prix à la consommation. De plus, le taux d'épargne des ménages s'est redressé après avoir diminué légèrement à la fin de 1976 par rapport aux très hauts niveaux atteints auparavant. La faiblesse manifestée par la demande au premier semestre de 1977 a été accentuée par la diminution des stocks de produits agricoles et de produits non agricoles. Dans le cas de ces derniers, la diminution observée est liée, au niveau de la distribution, au manque de vigueur des dépenses publiques en biens et services et les investissements des entreprises en immobilisations et équipements se sont accrues au premier semestre, la construction de logements a diminué, reflétant avec un certain retard la tendance des mises en chantier à

A la faveur de l'amélioration des ventes au détail amorcée vers le milieu de l'année, les dépenses de consommation en termes réels se sont considérablement relevées au troisième trimestre. Elles n'ont toutefois pu maintenir leur progression au cours des derniers mois de l'année, étant donné la croissance modeste du revenu disponible réel des ménages et l'augmentation relativement forte de l'épargne des particuliers. Cependant, les stocks de produits non agricoles ont, tout au long du second semestre, fait preuve d'un regain de vigueur qui semble imputable en partie au désir accru des entreprises de distribution de regarnir leurs stocks en raison de l'augmentation des ventes. Par contre, le comportement de certaines autres composantes de la dépense intérieure a en général été assez terne. Les investissements fixes des entreprises ont fléchi sous l'effet du recul causé dans la construction non résidentielle par la stabilisation des investissements survenue dans le secteur énergétique après quelques années de très forte croissance. Le niveau des investissements a tout de même été suffisant pour engendrer une certaine augmentation de la capacité de production, laquelle a été sensiblement plus lente qu'au cours des années précédentes, de sorte que le degré d'utilisation des capacités de production semble avoir progressé quelque peu.

L'évolution du commerce extérieur canadien présente un contraste marqué par rapport à la croissance modérée de la demande intérieure. Le volume des exportations a affiché une nette tendance à la hausse tandis que celui des importations a en fait diminué au second semestre. L'amélioration de la position concurrentielle des producteurs canadiens par rapport aux fournisseurs étrangers a favorisé cette évolution du commerce extérieur. Comme l'indique le graphique de la page suivante le taux d'accroissement, en monnaie nationale, des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est ralenti au

fin de 1975 et le début de 1976.





(1) Comprend les bénéfices, les provisions pour amortissement du capital et l'ajustement de réévaluation des stocks.

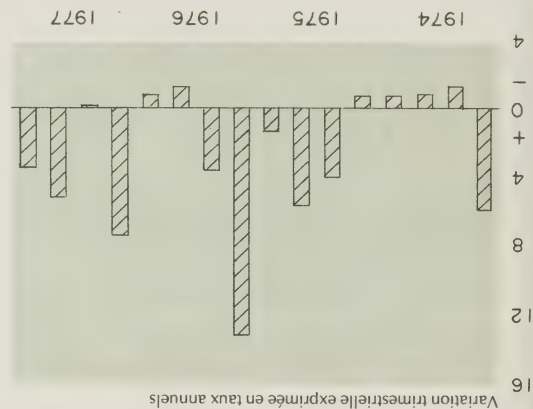
(2) Biens et services.



Le comportement hésitant affiché par l'activité économique à partir du milieu de l'année 1976 a persisté pendant tout le premier semestre de 1977, le redressement de la production amorcé au début de l'année ayant été de courte durée. Cependant, la demande et la production se sont renforcées au second semestre. La balance commerciale, en particulier, s'est raffermie à la faveur d'une diminution encore plus marquée des importations et de la progression continue

## Dépense nationale brute

En dollars de 1971



des exportations. Pour l'ensemble de l'année, la dépense nationale brute (D.N.B.) en termes réels a augmenté en moyenne de 2 1/2% seulement par rapport à 1976, mais l'accroissement sur les quatre trimestres de l'année a été de l'ordre de 4%.

Au cours de l'année, la progression de l'emploi a été plus soutenue que celle de la production, s'établissant à environ 2 1/2% sur les quatre trimestres. Ce taux de croissance est nettement plus élevé que celui de chacune des deux années précédentes, mais il est inférieur à celui de la main-d'œuvre, qui a fortement augmenté sous l'effet d'une affluence encore plus marquée des femmes sur le marché du travail. C'est ainsi que le taux de chômage révèle par les statistiques a grimpé et atteint, à la fin de l'année, un taux désaisonnalisé de 8 1/2%. La croissance de l'emploi s'est avérée très inégale selon les régions du pays, atteignant presque les 3 1/2% en Ontario et dans les Prairies, contre un peu plus de 1 1/2% dans les trois autres régions. Il en a été de même du taux de chômage, qui a augmenté relativement peu en Ontario et dans les Prairies, mais assez fortement au Québec et dans les Maritimes. Aussi les disparités régionales au chapitre de l'emploi ont-elles eu tendance à s'accroître plutôt qu'à s'atténuer.

La progression relativement forte de l'emploi par rapport à celle de la production indique qu'en 1977 la productivité du travail – autrement dit, la production par travailleur – n'a augmenté en moyenne que de 3/4 de 1% par rapport à l'année précédente. La productivité s'était quelque peu redressée en 1976, après avoir été très faible au cours des deux années précédentes, mais en 1977 l'accroissement a été une fois de plus de loin inférieur au taux moyen de croissance sur longue période. Il est évident que des facteurs cycliques ont grandement contribué ces dernières années à limiter l'amélioration de la productivité, mais il est possible que des facteurs non cycliques aient également joué un rôle en ce sens.

tion et les amènera à envisager les choses avec un œil sur l'avenir. J'ai dit plus tôt que la récente flambée inflationniste avait ébranlé la confiance des individus et des groupes et affaibli leur volonté d'agir de cette façon. Il est essentiel, dans l'intérêt de la collectivité, de retrouver cette confiance et cette volonté.

En persévérant dans la voie d'une amélioration de la tenue des prix et des coûts, nous bénéficierons d'un relèvement du niveau de l'emploi et de la production qui n'aurait pas été possible autrement. Une meilleure tenue des prix renforcera la confiance des entreprises et des consommateurs et assurera une progression rapide et soutenue de la demande intérieure. Une meilleure tenue des prix permettra aux produits canadiens de mieux concurrencer les

sèverons.

produits étrangers sur les marchés internationaux et les produits importés sur le marché intérieur. Il y a de bonnes chances que s'accroisse considérablement la croissance économique chez nos principaux partenaires commerciaux, de sorte que nous pourrions accroître nos exportations si nous sommes compétitifs. La solution à une grande partie de nos problèmes économiques et la clé de notre prospérité future résident dans ce qui rend un pays concurrentiel: l'esprit d'initiative, l'efficacité et la rémunération de l'effort en fonction de la production réelle. Depuis plus de deux ans déjà, nous sommes sur la bonne voie et nos perspectives resteront bonnes si nous pers-

perturbé notre économie. Comme je l'ai déjà dit, je crois que nous avons fait – et que nous faisons encore – de solides progrès sur la voie de l'assainissement de notre climat économique et que nous avons, d'excellentes raisons de nous sentir encouragés à persévérer dans cette voie. J'ai mentionné précédemment que, depuis quel-que temps, nous affrontons deux vents contraires: les retombées inflationnistes de l'ajustement considérable du taux de change et l'escalade récente des prix de l'alimentation. Il ne faut pas que ces vents nous fassent dévier de notre route. Je reconnais également que nos problèmes économiques ont été compliqués par les questions soulevées au sujet de la place du Québec dans la Confédération.

D'ici peu, nous aurons à passer une autre épreuve, celle de la levée graduelle des contrôles imposés aux revenus par la Commission de lutte contre l'inflation. Pour la première fois depuis quelque temps, les décisions relatives aux revenus et aux prix dans de larges secteurs de l'économie seront prises par les seules parties directement concernées, qui en assumeront l'entière responsabilité, et ce, dans une conjoncture telle que toute augmentation plus que modeste des revenus et des prix se traduira par une diminution des possibilités d'emploi et de production. Il est donc très important que le processus de détermination des salaires et des prix ne soit pas perturbé par une recrudescence des attentes inflationnistes. Comme la politique monétaire exerce une certaine influence sur ces attentes, je me suis évertué à faire comprendre que personne ne devrait s'attendre à ce que la politique monétaire cautionne, par le biais d'une expansion monétaire excessive, des hausses de coûts et de prix inflationnistes.

Pour passer avec succès l'épreuve des prochains mois, il faudra que les Canadiens prennent des décisions empreintes de réalisme et de sens des responsabilités: d'un réalisme qui les engagera à bien tenir compte de la conjoncture économique du moment, et d'un sens des responsabilités qui leur inspirera la modéra-

sant dans une conjoncture de stabilité des prix. En s'engageant ainsi publiquement, la Banque veut encourager les divers groupes de la société à fonder leurs décisions économiques sur la perspective d'une diminution de l'inflation.

La Banque a adopté, dans la mise en œuvre de sa politique monétaire, une approche qui lui permet de réagir de façon opportune quand la tendance de la dépense globale se modifie. Le cas s'est produit vers la fin de 1976, lorsque la tendance de la dépense globale a fléchi sous l'effet d'un ralentissement de la croissance réelle de l'économie. La Banque a alors réduit son taux d'escompte à quatre reprises, le faisant passer de 9½% en novembre 1976 à 7½% en mai 1977, ce qui a entraîné des diminutions semblables des taux à court terme ainsi que des taux créditeurs et débiteurs des institutions financières. On pouvait croire alors que ces mesures étaient fondées sur des motifs autres que la tendance de la masse monétaire – et de fait elles ont été ainsi perçues – mais elles étaient aussi clairement indiquées par la tendance qu'affichait la masse monétaire par rapport à la fourchette visée. À partir de mai 1977, la croissance de la dépense globale a été telle qu'aucune modification du taux d'escompte n'a été nécessaire pour maintenir l'expansion monétaire à un rythme modéré, et les taux d'intérêt à court terme ne sont pas beaucoup éloignés des niveaux atteints après la réduction du mois de mai. Le crédit a continué d'être facile à obtenir, et le niveau du loyer de l'argent au Canada n'a pas été élevé comparativement au taux d'inflation des prix. Les taux d'intérêt à long terme se sont redressés au cours des derniers mois par rapport aux bas niveaux pratiqués vers le milieu de 1977, mais ce redressement est dû principalement à une hausse analogue des taux à long terme aux États-Unis.

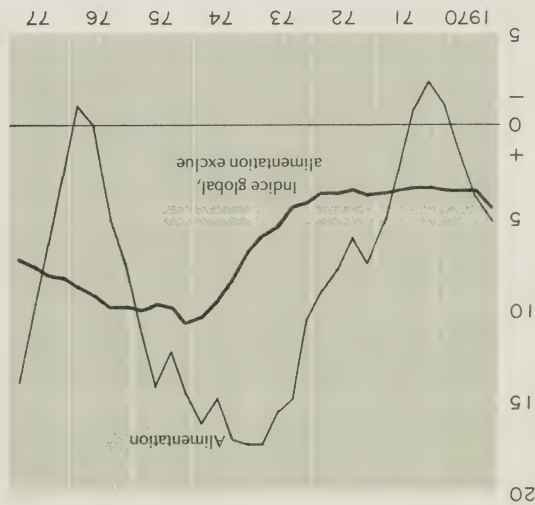
\* \* \* \*

Nous sommes maintenant engagés dans la troisième année du redressement qui fait suite à une flambée inflationniste qui a grandement



## Prix à la consommation

Pourcentage de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année antérieure



et passagers, comme les cycles de production et les conditions atmosphériques. Ainsi, l'indice des prix à la consommation a souvent connu au cours des dernières années une évolution assez différente de celle de l'indice des prix à la consommation des biens et services autres que l'alimentation. L'ajustement du taux de change a bien sûr contribué à la brusque hausse du prix de certaines denrées observée récemment, mais ce renchérissement s'explique surtout par l'action des facteurs qui influent traditionnellement sur le prix des aliments. L'indice des prix des biens et services autres que l'alimentation traduit beaucoup mieux que l'indice global la tendance sous-jacente des prix au Canada, et il est très important que le public s'en rende compte. Il est encourageant de constater qu'en dépit de l'ajustement du taux de change les prix des biens et services autres que l'alimentation ont augmenté de seulement 7% sur les douze derniers mois, contre près de 8½% sur les douze mois précédents.

\* Définie dans ce contexte comme l'ensemble de la monnaie hors banques et des dépôts à vue dans les banques à charte, ou M1.

Etant donné que les décisions qui se prennent dans l'économie sont fortement influencées par les anticipations concernant le taux d'inflation et que celles-ci sont elles-mêmes influencées par les anticipations relatives à l'orientation de la politique monétaire, je pense qu'en adoptant la pratique d'informer le public sur ses objectifs en matière d'expansion monétaire, la Banque du Canada a posé un geste constructif. Ces objectifs sont présentés sous la forme d'une fourchette à l'intérieur de laquelle la Banque va chercher à maintenir la croissance de la masse monétaire au cours des quelque douze mois à venir. Avec le temps, les taux limites de cette fourchette sont appelés à être réduits à des niveaux compatibles avec un rythme d'activité économique satisfaisant.

En 1977, la politique monétaire a continué d'être menée conformément à l'approche que j'ai décrite dans mes deux précédents Rapports. Dans les circonstances actuelles, cette approche vise en priorité à orienter l'expansion monétaire dans une perspective à moyen terme, de façon à favoriser au Canada le retour graduel à une conjoncture économique où les niveaux d'activité seraient satisfaisants et où il n'y aurait pas d'inflation. Je reconnais bien sûr qu'une politique monétaire de ce genre ne saurait à elle seule garantir la réalisation de cet objectif; un grand nombre de décisions prises à tous les niveaux doivent aller dans le même sens. Mais si la politique monétaire n'est pas compatible avec l'objectif visé, les autres politiques orientées vers ce même but seront vouées à l'échec, même si elles sont bien conçues et bien appliquées. Ainsi, on ne peut croire que la collectivité est capable, dans le cadre d'une économie de marché, de réaliser et de préserver une bonne tenue des prix si l'on n'est pas d'abord convaincu que la politique monétaire est menée avec intégrité.

\* \* \* \* \*



Dans le contexte de la mauvaise tenue des prix enregistrés au Canada ces derniers mois, le renchérissement des produits alimentaires a été l'élément le plus inopportun. Les prix des aliments varient habituellement beaucoup plus que les autres prix à la consommation et sont influencés par bon nombre de facteurs spéciaux

nous ne pouvons nous soustraire. aussi des conséquences définitives auxquelles fasse par étapes, cet alignement entraîne lui contribué à la piètre tenue des prix. Bien qu'il se Canada sur les cours mondiaux a lui aussi L'alignement graduel du prix de l'énergie au

gramme de lutte contre l'inflation est inefficace. taux de change a eues sur les prix, que notre pro-incidences inopportunes que cet ajustement du une grave erreur que de conclure, à partir des nous ne pouvons nous soustraire. Ce serait donc séquences de caractère définitif, auxquelles que nous avons connu comporte des con-qu'un ajustement aussi considérable que celui subisse un ajustement; mais il faut reconnaître qu'à un moment ou l'autre notre monnaie Comme je l'ai déjà mentionné, il était inévitable du taux de change a joué un rôle important. tenue des prix et, dans ce domaine, l'évolution Un autre motif de déception en 1977 a été la

coûts et des prix. bien la transition vers une meilleure tenue des notamment en lumière la nécessité de mener à qu'inspire cette situation qui, à mon avis, met l'année. Je partage le sentiment d'inquiétude moins soutenue, se chiffrant à 8 1/2% à la fin de le taux de chômage a augmenté de façon plus ou pas autant que la population active, de sorte que rythme appréciable au cours de l'année, mais tion majeure. Bien sûr, l'emploi a progressé à un production, par exemple, constitue une décep-égards décevante. La tenue de l'emploi et de la Certes, la tenue de notre économie a été à maints celui-ci sur les aspects positifs de la conjoncture. canadienne de 1977 n'insistent pas autant que Certains exposés sur la situation économique en œuvre de la politique monétaire.

de modération et de clairovoyance dans la mise

D'autres éléments de la conjoncture de 1977 me portent à croire que le Canada est en train de résoudre ses problèmes économiques. En 1977, tous les paliers de gouvernement ont de nouveau essayé de mieux contenir la croissance de leurs dépenses et, à ce chapitre, ils semblent avoir reçu l'appui de larges secteurs de la population. L'attitude des gens à l'égard des dépenses publiques a beaucoup changé, après avoir été, il y a quelques années, plutôt complaisante eu égard au développement rapide du secteur public au Canada. Le changement observé va au-delà de l'attitude de la population face à l'ampleur des dépenses gouvernementales; il s'étend aussi à l'attitude des gouvernements eux-mêmes qui se montrent désormais disposés à évaluer en toute objectivité les répercussions de leurs actions, y compris les effets qui n'avaient pas été délibérément recherchés. On comprend beaucoup mieux maintenant que les politiques de gestion de la demande globale ne puissent à elles seules assurer une croissance satisfaisante de l'emploi et de la production et qu'à cet égard les autres politiques ont un rôle important à jouer. On saisit également mieux la nécessité de concevoir et de coordonner soigneusement l'ensemble de ces politiques. Je traiterai plus loin de la politique monétaire, mais j'aimerais dès maintenant mentionner que je trouve très encourageant l'appui qu'a reçu la Banque du Canada depuis qu'elle a adopté une approche à moyen terme dans la mise en œuvre de sa politique monétaire. Je connais bien sûr la thèse selon laquelle la politique monétaire doit se fixer des objectifs à court terme, mais l'histoire économique récente abonde en exemples qui tendent à démontrer qu'une telle approche n'est pas des plus efficaces. Il est encourageant de constater, que dans l'esprit de beaucoup de gens, la flambée inflationniste mondiale des premières années de la présente décennie est venue souligner la nécessité d'user

marchés extérieurs, il importe avant tout de préserver la valeur de notre monnaie à l'intérieur de nos frontières.

progrès au cours des deux dernières années. Certes, nous avons encore du chemin à faire, mais j'estime que nous pouvons tirer une certaine satisfaction des étapes franchies et que nous devons aller de l'avant. Le rythme d'accroissement des salaires et des traitements a considérablement fléchi en comparaison des augmentations très élevées qui étaient accordées il y a deux ou trois ans, et l'on constate maintenant que dans de nombreux milieux la question des augmentations de revenu est abordée avec plus de réalisme. Il semble à l'heure actuelle que, pour la première fois depuis de nombreuses années, nous soyons parvenus à réaligner le taux de croissance des coûts en main-d'œuvre du Canada sur celui des États-Unis. Pour assurer le bien-être économique d'un pays qui compte autant sur le commerce international que le nôtre, il est essentiel d'être compétitif.

Au sujet de notre position concurrentielle sur les marchés internationaux, j'ajouterais qu'il faut évidemment tenir compte de la valeur extérieure du dollar canadien. Etant donné la détérioration – qui s'est produite ces dernières années – de la tenue des coûts de production canadiens comparativement aux coûts américains, il était presque inévitable que, tôt ou tard, le dollar canadien se déprécie sensiblement par rapport au dollar américain. Un tel ajustement était en fait devenu nécessaire pour atténuer l'incidence sur nos marchés extérieurs de l'accroissement relatif de nos coûts. L'ajustement du taux de change a commencé vers la fin de 1976 et s'est poursuivi en 1977. Comme le dollar américain s'est de son côté fortement déprécié depuis quelques mois par rapport à plusieurs importantes monnaies d'outre-mer, la dépréciation du dollar canadien par rapport à ces dernières a été vraiment considérable.

Il aurait mieux valu pour le Canada que nous évitions la détérioration des coûts relatifs qui a nécessité cet ajustement important du taux de change. Mais puisque nous n'y sommes pas parvenus, nous devons maintenant, pour être en

mesure de concurrencer les autres pays, faire face aux conséquences de cet ajustement. Ainsi, les produits importés nous coûtent désormais plus cher, non seulement en termes de dollars canadiens, mais aussi en termes de volume de biens et de services que nous devons exporter pour les payer. Il y a peut-être des Canadiens qui sont portés à penser qu'ils devraient être protégés par des augmentations additionnelles de revenu contre le renchérissement des produits importés. Une telle politique ne réglerait pas nos problèmes économiques, elle les aggraverait. Par contre, si nous acceptons les conséquences de la baisse du taux de change sans essayer de les compenser par de vaines pratiques inflationnistes, nous créerons les conditions propices à une augmentation opportune de la demande à la fois des produits canadiens à l'étranger et des biens et services canadiens qui concurrencent les importations sur le marché intérieur.

Nous pouvons déjà observer les signes d'une sensible amélioration de notre balance commerciale. Le déficit de notre balance courante demeure toutefois considérable et le dollar canadien a été vulnérable à la moindre diminution des entrées de capitaux. À cet égard, le gouvernement a annoncé récemment son intention d'emprunter à l'étranger des fonds qui, en s'ajoutant au montant net de capitaux qui entrent au Canada par d'autres voies, faciliteront le financement ordonné du déficit.

Pour résumer mon point de vue sur la question du taux de change, je dirais que depuis un an environ nous récoltons ce que nous avons semé, que la situation comporte de pénibles ajustements de toutes sortes s'échelonnant sur des périodes plus ou moins longues, que jusqu'à maintenant les choses se sont déroulées aussi bien qu'on pouvait l'espérer, que notre économie ne pourra aller de l'avant que dans la mesure où nous réussirons à protéger nos coûts de l'incidence de la baisse du taux de change et, enfin, que pour éviter à l'avenir les problèmes liés à la valeur du dollar canadien sur les

En 1977, le Canada a marqué de nouveaux progrès sur la voie du redressement de son économie, qui avait été considérablement perturbée par les fortes pressions inflationnistes des premières années de la présente décennie. Vers le milieu de la décennie, l'inflation – d'origine aussi bien intérieure qu'extérieure – avait à ce point miné le dynamisme de l'économie canadienne que celle-ci était pratiquement incapable de bien fonctionner. Depuis, les secteurs privé et public ont adopté, face aux difficultés de l'économie, des comportements plus pondérés, ce qui a contribué, en dépit de certaines déceptions, à améliorer d'autant nos perspectives économiques.

L'incidence très inégale de l'inflation sur les revenus des différents groupes de la société a fait naître chez bien des gens le sentiment d'être lésés, et c'est là peut-être la plus lourde séquelle de la période d'inflation croissante que nous avons connue. Le lien normal entre les revenus et le rendement de l'effort s'étant grandement relâché, chacun a senti le besoin de se montrer de plus en plus agressif dans la course aux augmentations de revenu afin de reprendre ou de défendre sa place. Mais quelque justifiable qu'ait été ce type de comportement du point de

vue des intérêts, il était préjudiciable aux intérêts de la collectivité. Ce comportement a continué d'alimenter le processus inflationniste bien longtemps après que la demande eut cessé de surchauffer l'économie et a entravé la croissance de l'emploi et de la productivité dont dépend en définitive le revenu réel de la collectivité.

Il était devenu impérieux pour l'économie de ralentir la progression inflationniste du revenu nominal par rapport à la production, c'est-à-dire de rétablir l'équilibre entre la croissance du revenu et celle de la production. Il s'agit là d'une transition difficile à réaliser, et extrêmement pénible si elle doit se faire rapidement. Au Canada, nous essayons de l'étaler sur plusieurs années, persuadés qu'à la longue une telle approche sera plus efficace, car elle suscitera la compréhension et le soutien indispensables au succès de l'entreprise. Il y a maintenant plus de deux ans que la transition a commencé, et toute évaluation en profondeur de la situation actuelle et des perspectives de l'économie canadienne doit comporter nécessairement une évaluation des progrès accomplis dans le cadre de ce processus de transition.





# Banque du Canada

## Rapport du Gouverneur - 1977

Observations d'ordre général	5
L'évolution de la situation économique	11
L'évolution monétaire et financière	19
La politique monétaire	19
L'évolution des taux d'intérêt	20
Les tendances des agrégats monétaires	23
Les flux de crédit	24
Le marché des changes	27
La gestion de la dette publique	29
Tableaux en annexe	31
Etats financiers	41
Conseil d'administration	45
Direction et cadres	46
Agences	47

Bank of Canada • Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

Le 28 février 1978

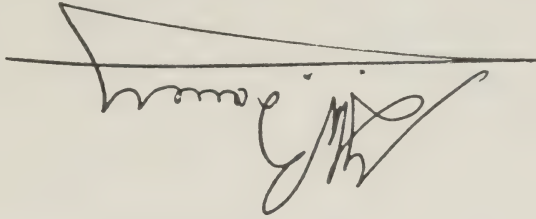
L'honorable Jean Chrétien, C. P.  
Ministre des Finances  
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de  
la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur  
de vous remettre ci-joint mon rapport pour  
l'année 1977 ainsi qu'un état des comptes de  
la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre  
dernier, signé et certifié de la façon prescrite  
par nos statuts.

Veillez agréer, Monsieur le  
Ministre, l'expression de mes sentiments  
distingués.

Le Gouverneur,





Banque du Canada  
245, rue Sparks  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9

Imprimé au Canada



# Banque du Canada

Rapport annuel du Gouverneur  
au Ministre des Finances  
et relevé de comptes pour l'année

1977

91  
N 73  
955'

# Bank of Canada



Annual report of the Governor  
to the Minister of Finance  
and statement of accounts for the year

**1978**

Bank of Canada  
245 Sparks Street  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9





Bank of Canada · Banque du Canada    Ottawa K1A 0G9

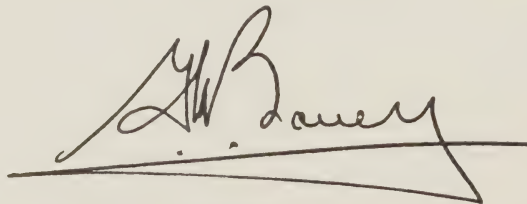
February 28th, 1979

The Hon. Jean Chrétien, P.C.,  
Minister of Finance,  
O t t a w a .

Dear Mr. Chrétien,

In accordance with  
the provisions of the Bank of Canada Act  
I am transmitting herewith my report for  
the year 1978 and a statement of the  
Bank's accounts for this period, signed  
and certified in the manner prescribed in  
the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read "A. B. Lawrence", is written over a horizontal line. The signature is fluid and cursive.

Governor

## **Bank of Canada**

### **Report of the Governor - 1978**

<b>General Observations</b>	5
Economic Prospects	5
Monetary Policy and the Exchange Rate	6
The International Exchange Rate System	10
Canada's Balance of Payments and Exchange Rate in the 1970s	11
Some Technical Aspects of Monetary Policy	13
<b>Economic Developments</b>	17
<b>Monetary and Financial Developments</b>	27
Monetary Policy, Interest Rates and Exchange Rate	27
Credit Flows	30
Financial Intermediation and Monetary Aggregates	34
Bank of Canada Operations as Agent for the Government of Canada	36
Foreign Exchange Market Operations	36
Debt Management	38
<b>Appendix Tables</b>	41
<b>Financial Statements</b>	51
<b>Board of Directors</b>	55
<b>Principal Officers</b>	56
<b>Regional Representatives and Agencies</b>	57



## General Observations

---

### Economic Prospects

The first observation I want to make is that our economic prospects are now greatly improved by virtue of the re-establishment of Canada's competitive position in the world. This improvement is the combined result of the progress that has been made in recent years in slowing the rate of increase in prices and costs and of a large downward adjustment of the exchange value of the Canadian dollar.

My second observation is that the crucial task now before us is to prevent this competitive position from being eroded by inflation. If we succeed in this endeavour the benefits that will flow to the Canadian economy in the years ahead will be very great indeed. Preservation of our ability to compete strongly with producers from other countries, both in export markets and at home, will in time not only bring about a major improvement in our international payments position with less dependence on foreign borrowing and restored confidence in the Canadian dollar, but it will also help to propel the economy forward with rising output and employment, increased government revenues and lower government deficits. This major opportunity to bring about a substantial improvement in our economic performance will be lost, however, if the upward pressure on our prices and costs becomes so intense that a renewed cost-price spiral is generated.

Canadians can take satisfaction from the improvement that has occurred in recent years in the trend of Canadian costs and prices. We have seen since 1975 a marked slowing of the rate of increase of prices in virtually every area of consumer goods and services other than food despite upward pressure from exchange rate depreciation. In 1978 our domestic costs and prices rose less rapidly than those of the United States, not the other way round as was the case earlier in the 1970s. This improvement in our price performance could not have occurred without the progressive moderation of the rate of growth of money incomes that we have seen in this country since 1975.

As a result of our much stronger international competitive position, many of our export and import-competing processing and manufacturing industries are experiencing strongly rising levels of demand, activity and profitability. We are now beginning to see growing signs of returning confidence and a pickup in investment spending in these industries. Our foreign trade balance is improving in volume terms although only part of this improvement has been reflected in value terms because the Canadian dollar prices of our main exports rose less rapidly in 1978 than those of our imports. The various forces working on our balance of international payments are discussed in longer



term perspective a little later on in this Report. While the pace of economic growth in Canada remains below what we could achieve in better circumstances and recorded unemployment continues to run at historically high levels, we should not overlook the fact that employment in Canada is continuing to grow strongly and that the proportion of persons in Canada of working age who have jobs is at an all-time record.

The immediate problem we face is the need to contain the inflationary impact on our costs of production arising from two main sources of unusual upward pressure on consumer prices in Canada – the steep decline in the foreign exchange value of the Canadian dollar and certain other special influences operating in the area of food prices. The resulting bulge in the previously slackening trend of our consumer price index has now begun to feed through into wage and salary settlements and thus into the structure of our labour costs, and there is the additional threat that settlements between employers and employees will incorporate “catch up” adjustments in prices and wages now that the Anti-Inflation Board controls have been phased out. Because the general economic environment in Canada is not unduly strong, market competition can be relied on to provide considerable resistance to the present upward pressures on prices and costs. It would, however, be unwise to subject this broad restraining influence to the extreme pressure which could be produced by a continuing rapid depreciation of the Canadian dollar. That is why the Bank of Canada has been concerned with the speed and magnitude of the exchange rate adjustment.

Failure to contain current price and cost pressures would constitute a very serious setback to Canada's hopes of benefiting from the progress made over the last three years in putting our house in order. Such failure would inevitably mean less employment, less output and less real income than would otherwise be attainable. It should be clear from past experience that it would be a serious mistake for the Bank of

Canada to react to such a failure to contain inflation by raising its targets for monetary expansion, for that reaction would exacerbate the problem.

In brief, the message of this Report is that our economic prospects are good but that they are very vulnerable to an acceleration of inflation, and great restraint in everything affecting prices and incomes must be the order of the day for all Canadians.

### **Monetary Policy and the Exchange Rate**

The policy that the Bank of Canada has been pursuing in recent years is based on the conviction that any lasting improvement in the functioning of our economy will require much greater stability in the value of money than Canada has experienced for some time. Thus for more than three years the basic objective of Canadian monetary policy has been to help gear down inflation in Canada by gradually moderating the pace of monetary expansion. The ultimate goal is a rate of monetary expansion sufficient to accommodate as high a level of sustained economic activity as is compatible in practice with the maintenance of a reasonably stable price level.

The Bank has implemented this policy by specifying a series of target ranges for monetary growth which have been successively lowered from time to time since the practice was first adopted back in 1975. In terms of the main indicator of money supply growth that the Bank uses – currency and chartered bank demand deposits, or M1 – the limits of the initial target range were 10 per cent a year and “well below” 15 per cent a year. In 1976 the target range was reduced to 8-12 per cent a year, in 1977 to 7-11 per cent a year, and in the late summer of 1978 to 6-10 per cent a year measured from a June 1978 base. For practical purposes the Bank regards these target ranges for M1 as a band of uniform width with limits 2 per cent above and 2 per cent below the mid-point of the range rather than as the gradually widening area between two

different growth rates. By and large the Bank has been successful in gradually slowing down the trend rate of growth of the money supply in accordance with its successive targets.

Within this general policy framework the actions taken by the Bank of Canada during the course of the last twelve months have given special weight to the concern it felt about the potential inflationary impact of the declining foreign exchange value of the Canadian dollar. Since the closing months of 1976 the value of the Canadian dollar, which at the time was somewhat above that of the U.S. dollar, has fallen below 84 cents in terms of U.S. currency. During the same period the U.S. dollar has declined sharply against most other important world currencies – notably the Japanese yen, the Swiss franc and the Deutsche mark – so that the decline of the Canadian dollar against these latter currencies has been very great indeed.

Since the size of the deterioration in Canada's competitive position in earlier years was too great to be made good solely through a gradual improvement in the trend of our costs relative to those abroad, a major downward adjustment of the exchange rate was undoubtedly necessary in order to help correct the large deficit which had emerged in Canada's international trade in goods and services. The main problem with such an adjustment is that, by increasing the Canadian dollar prices of our internationally tradeable goods, it adds strongly to the existing upward pressure on Canadian costs and prices. Exchange depreciation is thus a two-edged sword, and the price pressures it generates must be contained in order to limit the risk of feeding a self-reinforcing spiral of exchange rate depreciation and domestic price inflation.

Since improving a country's balance of international trade involves exporting more of the goods and services produced at home and consuming fewer goods and services produced abroad, the real cost to its citizens is that they must consume less in relation to what they produce than they formerly did. This real cost cannot be escaped if

the improvement is to occur, although the burden will seem less onerous if it is accompanied by rising production and employment. If the country's citizens resist paying the cost by pushing up their money incomes rapidly, the process of balance of payments improvement will soon peter out.

It is in large measure because of this real cost that progress in reducing Canada's large current account deficit is so difficult to achieve and maintain. Success depends on Canadians showing willingness to accept that cost. How well a society will react to a situation of this kind depends of course on many things, but there are limits to the tolerance that it will show. People may be willing to accept a less rapid rate of improvement in living standards for an extended period of time but, except in extreme situations, it does not seem realistic to expect them to accept – other than very briefly – increases in their money incomes that fall far below increases in consumer prices. If therefore the process of adjustment of the external balance is pushed very hard there is more danger of an adverse reaction, more danger, that is, of generating a new surge of price and cost inflation.

That is why the Bank of Canada decided in the spring of 1978 to give increasing weight in the conduct of monetary policy to cushioning the rate of decline in Canada's exchange rate. What this meant in practice was that, as short-term interest rates in the United States rose and the Canadian dollar came under periodic waves of downward pressure for this and other reasons, the Bank of Canada took action to bring about more or less offsetting increases in Canadian short-term interest rates. The Bank increased its Bank Rate seven times, from  $7\frac{1}{2}$  per cent before March 9, 1978 to  $11\frac{1}{4}$  per cent effective January 4, 1979. Even so, the already narrow margin by which short-term interest rates in Canada exceeded the levels of comparable rates in the United States and Euro-dollar market narrowed further, and on occasion disappeared or indeed turned negative for a time. A narrowing of the



typical spread between Canadian and U.S. long-term interest rates was also in evidence during 1978. In late September and October this induced the Bank to take the unusual step of selling long-term bonds from its portfolio directly into the market as a signal of its concern. These sales have continued on a larger scale in the early weeks of 1979.

These actions of the Bank arose from its concern about the consequences of allowing Canadian interest rate levels to rise less rapidly than rates in the United States at a time when the balance of other forces in the foreign exchange market was so unfavourable. Canada could not avoid continuing to have a large current account deficit for some time to come, and this would have to be financed by attracting one way or another correspondingly large net inflows of capital from abroad. If the interest rate incentives did not encourage the inflow of foreign capital and discourage the outflow of Canadian capital the decline in the exchange rate would have to be greater.

In my opinion the Bank's decision to give substantial weight for the time being to the exchange rate in the conduct of monetary policy is not in basic conflict with its approach of keeping the trend rate of monetary expansion from exceeding or falling short of the target ranges that it announces from time to time. I am reasonably confident that temporary departures from the range for exchange rate reasons, if they should occur, will not be of sufficient magnitude or duration to vitiate this approach, to which we remain committed.

The Bank's actions in influencing short- and long-term interest rates in 1978 were complementary to the direct intervention operations it conducted in the exchange market as agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance. The Bank normally intervenes in response to movements in the exchange rate, satisfying in some degree any excess demand for U.S. dollars by selling them for Canadian dollars, or satisfying in some degree any excess demand

for Canadian dollars by selling them for U.S. dollars. Exchange market intervention of this character has been carried out in Canada during all of the time that Canada has had a floating exchange rate. Such intervention moderates the movement of the exchange rate from hour to hour, and if the movement of the rate in either direction continues the cumulative amount of intervention grows over time. The degree to which exchange rate changes are moderated by such intervention varies with the scale of the intervention. In the course of 1978 the scale of intervention was on occasion large, and when it became desirable to replenish Canada's international reserves the Government of Canada borrowed foreign exchange through various channels.

The question of how concerned Canadians should be about the movement of the exchange rate was a very lively one during much of 1978. One view of the matter was that the authorities ought not to worry about it; if the exchange rate fell much further than our international competitive position required, the excessive rate decline would be reversed in due course and no significant damage would be done. The trouble with this view was its implicit assumption that the domestic price effects of an exchange depreciation, no matter how rapid or how large, would not generate a new surge of wage and salary inflation. In the existing economic circumstances this assumption seemed highly questionable. Prices were already under heavy upward pressure because of the market situation for many foodstuffs and the magnitude of the exchange depreciation that had already occurred. Money incomes were already rising less rapidly than prices – as Canada's troubled economic circumstances required at this juncture – and the tolerance of Canadians to this necessary interruption in the growth of their real incomes was being severely tested. To sit idly by and watch the momentum of exchange rate depreciation accelerate and confidence in the Canadian dollar erode would, in my opinion,

have been to put in jeopardy a central objective of this country's present economic policy, namely, a continuing moderation of the upward trend of our domestic prices and costs.

Another view of the matter was that the Bank should have mounted an all-out defence of the Canadian dollar at some particular exchange rate level. One difficulty with this view is that the present international financial climate is not congenial to fixed exchange rates, and there would have been a lot of skepticism about a Canadian effort to achieve one. Nor could the Bank disregard various adverse consequences of pushing interest rates up well beyond their current levels. The higher interest rates become, and the longer they remain at such levels, the greater their effect in inducing Canadians to postpone or scale down their near-term spending plans. The Bank did not want to see a sharp deceleration in the growth of spending in the Canadian economy.

The Bank tried, and I think successfully, to steer a middle course between these two extremes. In the event, the increase in interest rates in Canada since last spring has barely kept pace with that in the United States. When assessed in that perspective our interest rate actions have been moderate and not in any sense extreme. Had we not taken those initiatives the exchange rate would unquestionably have fallen faster and further than it has. Had monetary policy been used more vigorously to halt or reverse the decline in the exchange rate, interest rates would necessarily have risen a good deal further and faster.

I believe that the intervention policy followed has also been reasonable in the circumstances. I am certain that it has resulted in an appreciably less steep decline in the exchange value of the Canadian dollar than would have occurred over the last couple of years had there been no intervention. I am well aware that the announcement on occasion of a large use of reserves in satisfying the demand for foreign currency can have adverse psychological effects

that tend to offset some of the benefit gained. It would be a mistake, however, to suppose that the effect on expectations of a "hands off" policy would not be more serious since such a policy would create the impression that the authorities do not care about the exchange rate, and this in turn would arouse widespread fear and concern.

Some interest has been shown in the question of the cost of the exchange market intervention in 1978. That intervention was financed by the borrowing by the Government of about \$5 billion of U.S. dollars or the equivalent in other foreign currencies but that is not a measure of the net cost of the intervention because there are very large offsets to it. From the point of view of the financial position of the Government the main offset is that the intervention yielded Canadian dollars to the Government. The net cost to the Government is the difference between the cost of acquiring those Canadian dollars in that way and the cost of borrowing them in the Canadian capital market. What this difference may eventually turn out to be one cannot now say because he does not now know the exchange rate that will apply in the future as the foreign debt is serviced and repaid. Future changes in exchange rates may produce either gains or losses that are not anticipated.

From the point of view of the country as a whole the main offset to the cost of foreign borrowing by the Government is that if the country's deficit in its external trade in goods and services had not been financed to this extent in this way it would in practice have had to be financed in some other way. The reason is that the external trade deficit in 1978 was more or less determined in the short run by factors other than the intervention, and could not have been greatly and rapidly altered without major economic disturbance. What the cost of the alternative financing would have been would have depended to some extent on its nature, but since the Government of Canada can borrow abroad more cheaply than other Canadians there



---

is at least a presumption that the ultimate cost of foreign financing will be less if it is done on Government of Canada credit.

### **The International Exchange Rate System**

There was an extraordinary amount of movement during 1978 in the exchange rates linking the world's major currencies. Although a number of factors contributed to this degree of instability the main one was undoubtedly the differing rates of domestic inflation – both realized and expected – among the various countries. It was in fact primarily this disparity among countries in their realized and expected rates of inflation that overwhelmed the postwar Bretton Woods system of relatively stable exchange rates and gave rise to the present much more flexible system.

It is not easy to characterize the present world system of exchange arrangements because of its heterogeneity. Superficially it still looks much like the earlier pegged-rate system because the currencies of almost three quarters of the member countries of the International Monetary Fund are pegged to another currency – many to the U.S. dollar, some to another single currency, and several to the Special Drawing Right or some other currency composite. But this proportion is quite misleading as an indicator of the importance of pegged exchange rates in international trade for it is estimated that less than one fifth of all international trade moves across such rates. The reason is that the exchange rates of the other Fund members, which include all the major trading countries, cannot properly be described as pegged. In that they are not pegged they are usually described as floating.

Among this latter group there is also a great heterogeneity of exchange arrangements. A number of European countries, of which the Federal Republic of Germany is the largest, maintain common margins against other currencies – the so-called European joint float. France, Italy and Ireland have recently indicated their

intention to join an expanded version of this arrangement. Certain other countries, mostly in South America, adjust exchange rates for their currencies according to a set of indicators. Most other countries are described by the Fund as floating independently. These include the United States, Britain and Japan as well as Canada and, for the time being, France and Italy. The European joint float taken together is in effect another member of this latter group.

All of the major trading countries have intervened quite heavily in their exchange markets on occasion in the last couple of years to moderate the movement of their currencies in terms of others. None of them wants, or claims to have, what is sometimes called a pure or clean float. A few years ago there was a good deal of discussion among students of exchange rate matters of the merits of pure or clean floating, but in the light of recent experience it has largely died away. When the United States announced on November 1, 1978 a much expanded program of exchange market intervention its decision was widely welcomed.

The reason for the widespread acceptance of substantial intervention by the authorities in exchange markets under the floating rate system is the view that the system has tended to encourage too much rather than too little movement in foreign exchange rates. In that sense the floating rate system is now accused of exactly the opposite fault to that which marred, and eventually destroyed, the earlier pegged-rate system.

Judgements of “too much” or “too little” in this context must, of course, be related to the economic purposes that exchange rate movements serve. High among such purposes is the restoration of an appropriate balance in a country's international payments if that balance has been lost. The broad movements of floating exchange rates in recent years have been in the right direction to serve that purpose, and the reservations about the movements have to do not with their direction but with their cumulative

magnitude, their speed and their short-term irregularity. Adjustments in international trade flows in response to changes in exchange rates take time, and freely floating exchange rates may well move so far and so fast as to overdo the change needed in the longer term and thereby to cause unnecessary disruption to the internal economies of the countries affected.

The use by governments of exchange market intervention in the management of floating exchange rates has thus come with experience to be more and more widely accepted as desirable. This means of management supplements the other elements of public economic policy, such as monetary policy and fiscal policy, which have an important effect on exchange rates. All these means have been used, and continue to be used, by such countries as Germany, Switzerland, Japan and the United States. The aim of the first three countries has been to resist too rapid an appreciation of their currencies; they purchased vast amounts of U.S. dollars in their exchange markets in 1978 and the first two of these countries ran appreciably easier monetary policies than they otherwise would have. The United States has been concerned to resist the decline in the exchange value of its currency. The steep increase in U.S. interest rates in 1978 occurred partly for that reason, and on November 1, 1978 the U.S. Government announced plans to mobilize the equivalent of U.S. \$30 billion in foreign exchange for purposes of exchange market intervention. The U.S. Government has since sold large amounts of Deutsche mark-denominated securities in Germany and of Swiss franc-denominated securities in Switzerland, and it has indicated that it plans to enter the Japanese yen market later this year.

In the earlier debates about the relative merits of pegged and floating exchange rates it was usually argued that one of the great advantages of floating is that it freed the authorities from any exchange rate constraint in the formulation of internal financial policy. The recent experience of several countries indicates that there are real

limits in practice to this freedom. Countries that are much involved in international trade cannot afford to be wholly indifferent to their exchange rates. Recent world experience has underlined the fact that floating exchange rates sometimes need some management if they are to be compatible with the internal economic objectives of individual countries and the common interests of the international economic system.

### **Canada's Balance of Payments and Exchange Rate in the 1970s**

A country's balance of international payments and the foreign exchange value of its currency are determined by the interplay of a wide variety of changing economic forces – and policies that helped produce them – both within that country and within the countries with which it trades. Since these forces and policies take time to work themselves out, a country's balance of payments and its exchange rate at any point in time are the consequences of its recent economic history and that of its trading partners. The Canadian situation at present is a good example; it is easier to understand if it is seen in the context of developments during the 1970s.

The summary history of Canada's exchange rate in the 1970s is that the Canadian dollar rose rapidly after it was freed to float at the end of May 1970, and from late in 1970 until late in 1976 it floated most of the time within a couple of cents above or below 100 cents U.S. It began to decline late in 1976 and was at about 84 cents U.S. at the end of February 1979.

The same forces that pushed the Canadian dollar back in 1970 to approximate equality with the U.S. dollar pushed Canada's balance of international trade in goods and services into surplus for the first time in many years. That balance then fluctuated around zero from 1971 to 1973, inclusive, and thereafter weakened rapidly to a deficit of the magnitude of about 3 per cent of Gross National Expenditure in 1975. In subsequent years the deficit on current account has fluctuated around 2 per cent of GNE.



---

I think that a good deal of light is thrown on this history of the exchange rate and of the current account balance by considering the part played by developments in four areas, namely, the trend of costs of production in Canada relative to that in the United States, its major trading partner; the rate of growth of total output in Canada relative to that in the United States; the rate of increase of prices of Canadian exports relative to prices of Canadian imports; and the levels of interest rates in Canada relative to those in the United States. This is by no means a comprehensive statement of all of the proximate forces at work during the period, but I think the influence of those listed was sufficient to account for the broad shape of events.

The most basic of these forces is the trend of production costs in Canada relative to the United States. Canadian costs measured in Canadian dollars rose substantially more rapidly than U.S. costs measured in U.S. dollars in almost every year from 1970 to 1976. Of itself this development reduced more or less steadily the competitiveness in international trade of Canadian-produced goods and services and was a powerful force in increasing the current account deficit on Canada's balance of international payments. Since 1976 the same rough measures indicate little difference in the trend of costs of production in Canada and in the United States but because of the change in the Canadian exchange rate in this period the international competitiveness of Canadian production has of course increased sharply.

During the 1970-75 period the rate of growth of the total output of the Canadian economy was appreciably faster than that of the U.S. economy, and this circumstance reinforced strongly the impact of the more rapid increase in production costs on Canada's external trade position. The higher rates of real growth in Canada and the more rapid increase in production costs were of course related, and both were indications of the unusual difference in cyclical trends in the two economies during the period. Since 1976 this

difference in cyclical trends has reversed, with the U.S. economy growing somewhat more rapidly than the Canadian economy. Of itself this has worked to strengthen Canada's position in external trade.

The third force, the movement of Canadian export prices relative to import prices or the so-called merchandise terms of trade, was a very dramatic feature of Canada's economic story in the 1970s, and has had powerful repercussions on almost every facet of Canadian economic life. As a consequence of a world-wide boom and an enormous world demand for primary commodities, Canada's terms of trade improved spectacularly – by some 18 per cent – from mid-1972 to mid-1974. It was the astonishingly favourable terms on which Canada was able in 1974 to trade its primary products of the farm, the forest and the mine for imported goods that seems to have created a good deal of the economic euphoria and related inflation that gripped the nation at that time, and from which it has since been slowly and painfully recovering. The extraordinarily favourable terms of trade in 1974 did not last, but have since then been reverting somewhat irregularly to a more typical level. At present they seem to be about where they were at the beginning of the 1970s.

The direct impact of this extraordinary swing in the terms of trade on our international balance of payments was to strengthen it rapidly while they were improving, and then to weaken it more gradually while they were deteriorating. Its impact has thus been mainly in the opposite direction to the competitive and cyclical forces discussed above. This appears to be an important part of the explanation of why Canada's current account balance did not weaken a good deal more sharply than it did in the very unfavourable competitive and cyclical climate of 1973 to 1976, and why it has not improved more in the much more favourable competitive and cyclical climate of the past two years. It is enormously revealing to note that Canada's deficit on trade in goods and services measured

in terms of the prices that were in effect in 1971 rose from zero in 1971 to 5 per cent of GNE in 1975 and then diminished to less than 3 per cent of GNE in 1978.

Given the deterioration of Canada's current account balance from 1970 to 1975 it is superficially surprising that the Canadian exchange rate stayed so strong until late in 1976. The explanation is that until that time the weakening in the international current account was matched by strengthening in the international capital account. The strength in the capital account was related to the cyclical conjuncture that was weakening the current account, that is, higher rates of growth in Canada than in the United States, and to the associated monetary policies of the two countries. One element in that situation was that in 1975-76 interest rates in Canada rose relative to those in the United States, and the wider interest rate differential encouraged inflows of capital to Canada. Partly for this reason the net new issues of Canadian bonds in foreign markets rose sharply beginning in 1974 through to 1976; the increase of such issues in value terms over the period was in fact greater than the increase in the current account deficit. Since 1976, with the reversal in the cyclical conjuncture, the differential in interest rates has narrowed. The influence of this development on international capital flows was reinforced by increased political and economic uncertainties following the victory of the Parti Québécois in the provincial election in Quebec in November 1976. Net financing abroad by provinces, municipalities and corporations declined a good deal from 1976 to 1977, and total external borrowing would have declined sharply in 1978 if the Government of Canada had not borrowed substantially in foreign markets in that year. What we have thus seen since 1976 is a marked weakening of the tendency towards a net inflow of capital to Canada, and in these circumstances the continuing large deficit on current account has shown through in the exchange rate. Uncertainty about how far the

exchange rate decline would go stimulated substantial capital outflows, mainly in the form of accelerating the purchase of foreign exchange to cover payments due or anticipated in the future, and this reinforced the downward pressure on the exchange rate, especially in 1978.

The various forces described above are of course still working and they are likely to continue to be important determinants of the external payments position and the exchange rate in the years ahead. With the decline in the exchange rate the international competitive position of Canadian suppliers is very strong, and this is a force that is potentially capable over time of reducing sharply Canada's current account deficit even with a larger deficit on debt service account. This potential will of course be weakened to the extent that there is any increase in Canadian production costs relative to those of foreign suppliers.

Even with good cost performance, however, the great improvement in Canada's international position on current account that could be counted on might come rather slowly. One reason is that there may not now be enough unused plant capacity available in Canada to exploit rapidly our strong competitive position; if that is so, additional plant capacity will have to be put in place, and that will take time. Another reason is that the growth of demand in the United States might pause for a while. It may also be that the unusually favourable terms of trade that we had in the mid-1970s will continue to unwind for a while longer. If these circumstances do indeed slow down the correction of Canada's payments position their effect will be only temporary. The economic basis for that correction is now in place and it is sure to come if we keep firm control of Canadian production costs.

### **Some Technical Aspects of Monetary Policy**

I would like to conclude this section of the Report with a brief discussion of some technical aspects of monetary policy about which there appears to be some misunderstanding.



The first point is that, other things being equal, there is an inescapable interrelationship between changes in the quantity of money and changes in interest rate levels. The central bank cannot take action to affect the one without affecting the other. It is not possible, for example, for the Bank of Canada to exert increased restraint on the growth of the money supply without at the same time putting immediate upward pressure on interest rates. Similarly if the central bank takes action to raise the level of interest rates, such action is bound to put increased restraint on the growth of the money supply over time. The converse is also true. Central bank action to speed up monetary growth involves putting temporary downward pressure on short-term interest rates. Action to lower interest rates, or even to prevent them from rising in the face of an increase in total spending in the economy, will work only to the extent that monetary expansion accelerates.

Whatever their object, however, central bank actions that have the effect of speeding up or slowing down the trend over time in the rate of growth of the money supply have longer run effects on the level of interest rates that can be quite the opposite of the effects produced in the short run. A stepped-up rate of monetary expansion that temporarily lowers interest rates will, if it is sustained, lead eventually to a higher rate of price increase than would otherwise have occurred. With money losing its value more rapidly, borrowers will be less reluctant to incur debt since they can repay in dollars of lesser value, while savers and lenders will for the same reason be more reluctant to provide loans. The consequence of rising inflation will thus be a growing excess demand for credit in relation to the supply which will put increasing upward pressure on interest rates. Thus the eventual result of letting the money supply grow too rapidly is not low interest rates but high interest rates.

If a country wants to have and maintain low interest rates, there is no secret about how to achieve that. Monetary growth must be reduced

until it is only just sufficient to finance the expansion in production that the economy is capable of achieving over the longer run without putting pressure on the over-all level of prices, and it must be kept there. The immediate effect of this policy will be to raise interest rates but the longer term effect will be to lower them. The low interest rate countries of the world are the ones that have had the greatest success over the years in resisting the temptation to allow inflationary pressure to be underwritten by excessive monetary expansion. The countries that have experienced less success in controlling the process of domestic monetary expansion have higher rates of inflation and higher interest rates.

The second point I want to make is that within the present framework of financial arrangements in Canada the actions taken by the central bank to keep monetary growth within acceptable limits have their effect on economic developments very largely through their influence on interest rates, including the effect of interest rates on the exchange rate. Monetary policy affects potential domestic borrowers mainly through changes in the cost of credit rather than through changes in its availability; money can become expensive, but not tight in any other significant sense. The Bank's method of controlling monetary expansion does not involve quantitative ceilings on the amount of credit that individual lenders can supply or individual borrowers obtain, nor are there now other arrangements in our financial system that have significant effects of this kind. In earlier periods there were selective interest rate ceilings that had on occasion some such effects but virtually none now remain. Thus under present conditions monetary policy in Canada works essentially through existing financial market mechanisms, not through detailed intervention that suppresses the normal functioning of markets.

Finally, there are a few comments I would like to make on the considerations involved in choosing a particular definition of the money supply to use in formulating targets for the

conduct of monetary policy. The Canadian financial system generates a variety of liquid financial assets that possess money-like characteristics in some degree. These can be combined in a number of different ways giving alternative definitions of the money supply. The choice among them of an aggregate for purposes of monetary control should rest on its usefulness in practice as a target for monetary policy.

To be useful in setting targets for monetary policy a money supply aggregate should satisfy two principal requirements. First, there should be a sufficiently well-established link between the growth in the aggregate and the growth of total spending in the economy to permit the monetary authority to decide with reasonable confidence what growth path for the aggregate is consistent with a desired growth path for total spending. The second requirement is that the growth of the money supply aggregate should be sufficiently exposed to the influence of the monetary authority to give that authority a reasonable chance of attaining its monetary target over a reasonable period of time without generating great instability and uncertainty in financial and foreign exchange markets.

Over the last three years or so the Bank of Canada has been setting its targets for monetary growth in terms of a narrowly defined aggregate, usually referred to as M1, which is made up of currency and chartered bank demand deposits held by the general public. This aggregate satisfies fairly well the requirements noted above. It moves with the trend of aggregate spending in the economy in a fairly predictable manner and it is susceptible to control by the central bank through the adjustment of short-term interest rates without causing great instability in financial markets. Our experience to date in using M1 has confirmed in my mind its usefulness as a proximate target in the conduct of monetary policy.

Those money supply aggregates that are ap-

preciably broader in their coverage than M1 do not appear in Canada's present circumstances to meet the requirements noted above as well as M1. Their use as monetary targets would pose a number of problems which we do not so far see how to resolve. The initial problem would be that of picking a suitable target growth rate for any one of the larger aggregates since the links between these aggregates and the growth rate of over-all spending in the economy are much more complex than for M1. They are all more subject than the narrower aggregates to fluctuations resulting from shifts in credit flows between various kinds of financial intermediaries, and between financial institutions taken together and other financing channels. When they occur, these shifts make the broader aggregates misleading indicators of the trend of over-all spending in the economy and so the Bank would not want to react to them. But some of these shifts are virtually impossible to predict, and so could not be properly allowed for in setting targets for monetary growth.

The recent movement of those monetary aggregates that include most or all privately-held Canadian dollar bank deposits provides an illustration of this problem. In 1978 their trend rates of growth accelerated while that of M1 declined. Their rapid growth last year primarily reflected the success of the chartered banks in capturing a larger share of the total amount of credit extended in the economy and in inducing savers to channel a larger proportion of their funds into bank deposits. Shifts of this kind in both directions have happened on other occasions in the past, and it is clear in retrospect that they are developments to which monetary policy should not react. Broader aggregates may be subject to less difficulty in countries where institutional arrangements are such that shifts between the various channels of credit and savings do not occur to the same degree as in the Canadian financial system.



## Economic Developments

---

In 1978 the over-all level of spending in the Canadian economy continued to expand at the same moderate pace as in 1977. In both these years Gross National Expenditure in money terms rose by approximately 10 per cent, after increases averaging over 15 per cent in the preceding four years. As in 1977 this more moderate growth in aggregate demand was associated with a fundamentally improved cost and price performance for the economy as a whole. The increase in the over-all cost of Canadian output, measured by the GNE deflator, was approximately 7 per cent – again well below the typical rates of increase of 10 per cent or more experienced in the mid-1970s. As the year progressed, however, the rate at which domestic production costs were rising began to reflect the strain from persistent upward pressures on the prices paid by Canadians. The main source of these pressures was the continuing sharp rise in the cost of imports that has been an inevitable by-product of the downward adjustment of the external value of the Canadian dollar over the past two years. Consumer prices were also pushed up by the strong surge of food prices in the North American market in response to supply limitations.

Economic activity continued to expand in 1978 at about the pace that has been typical of the

period since 1974, with GNE in volume terms averaging close to  $3\frac{1}{2}$  per cent more than in 1977. The advance in total output in the course of the year was comparatively steady even though the individual components of real demand registered considerable unevenness from quarter to quarter. Still, the distinctive feature was a continued relatively buoyant advance of real exports in comparison with domestic spending. This advance was sustained largely on the basis of two factors. In the first place, Canada's competitive position has been greatly strengthened in the last two years as a result of the very large adjustment in the exchange rate combined with our better domestic cost performance. Secondly, there was a further expansion, and tightening of capacity utilization, in the economy of our major trading partner, the United States. A good indication of this improvement in competitiveness is to be found in the much stronger performance of the manufacturing sector. Besides registering its largest advance in output for any year since 1971, that sector's renewed vigour was also evident in some pickup of investment and a much stronger growth in employment.

Indeed, a striking feature of the performance in 1978 was the strong expansion in employment for the economy as a whole. For the year ended



## Major Economic Indicators

Seasonally adjusted

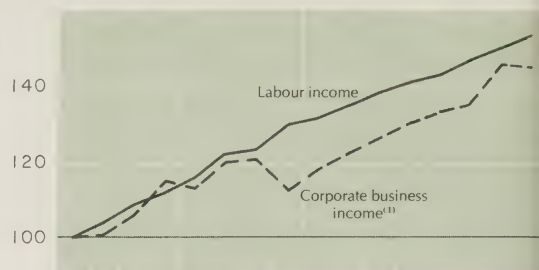
### Domestic and foreign demand

Billions of constant (1971) dollars



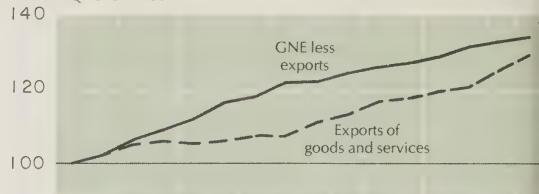
### Income aggregates

1 Q 1975 = 100



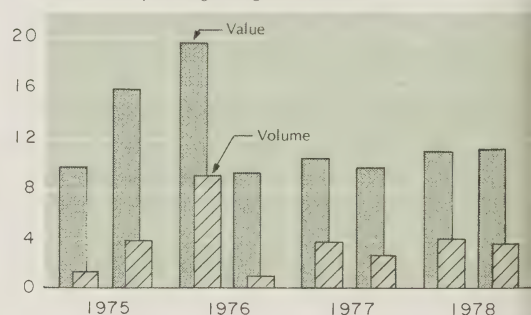
### Price deflators

1 Q 1975 = 100



### Gross national expenditure

Semi-annual, percentage change at annual rates



<sup>(1)</sup> Corporate profits, corporate capital consumption allowances and the inventory valuation adjustment

in the final quarter the rise in the number of people reported as holding jobs was very close to 4 per cent, and was the largest for any comparable period since 1974. In consequence the employment ratio, the proportion of the population of working age that was holding a

job, climbed to a new record level by year-end. In sharp contrast to the experience in 1977 the number of jobs in the goods producing industries, sustained in large measure by the vigour in manufacturing, expanded appreciably faster than those in the service sector, where the gains

# Unit Labour Costs<sup>(1)</sup>

Year-over-year percentage changes

In national currencies



Both in U.S. dollars



<sup>(1)</sup> Wages, salaries and supplementary labour income per unit of real GNE

were restricted in part by a softening of employment in public administration.

At the same time the expansion of the labour force was also extremely rapid. Echoing the sharp decline in Canadian birth rates that started in the early 1960s, the rise in the working age population slowed to under 2 per cent during 1978, compared with earlier yearly rates of increase of about 2½ per cent. However, the effect of declining birth rates in reducing labour force growth was offset by a very sharp increase in the proportion of this population that was recorded as participating in the labour market. The increase in participation rates was especially large for women. However, employment of women over 24 jumped by close to 7 per cent and recorded unemployment for this category was lower at the end of 1978 than four quarters before. The same is true for the over-all unemployment rate.

Output normally expands faster than employment as a result of secularly rising technical

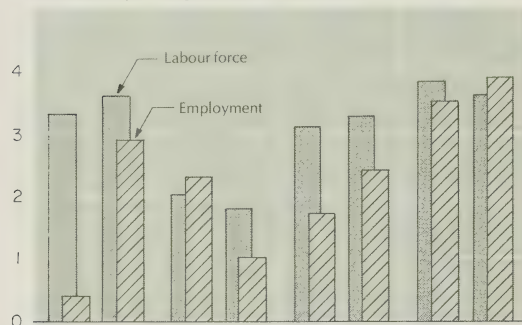
efficiency in the economy. However, as was noted in last year's Annual Report, the advance in output per employed worker has been unusually small in recent years, and in 1978, according to the data currently available, there was in fact a small decline. The reasons for this development are not clear, but at least in part it may be the result of the changing demographic composition of employment. In 1978, for example, although males over 24 still made up almost half the total labour force employment, they accounted for less than a quarter of the total expansion of employment. Another feature that is probably having an impact, and may well be related to the changing composition of the labour force, is the apparent tendency for a relative increase in the numbers of persons engaged in part-time as opposed to full-time work.

The increase in employment in 1978 was geographically widespread. For all major regions of the country except Quebec the rise in the number of jobholders over the four quarters of

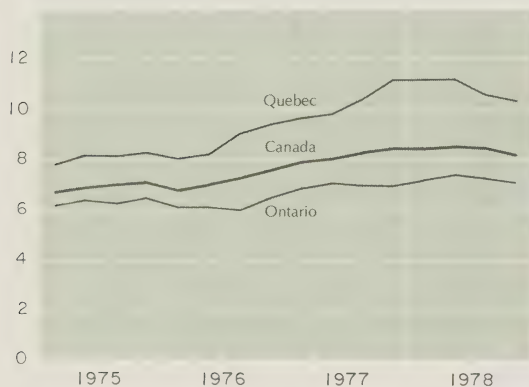
## Labour Market

### Labour force and employment

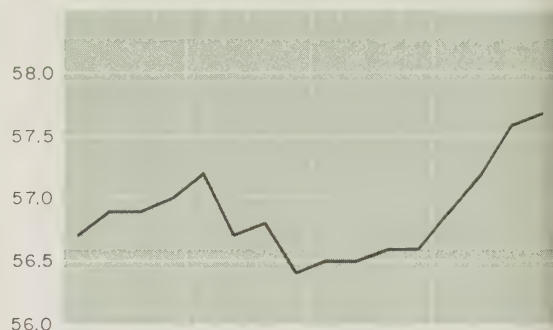
Semi-annual, percentage change at annual rates



### Unemployment rates



### Employment ratio<sup>(1)</sup>



### Unemployment rates



<sup>(1)</sup> Employment as a percentage of the population 15 years of age and over

the year was 4 per cent or above, reaching more than 5½ per cent in the Atlantic Provinces; this not only was the largest increase among the regions but also stands in very sharp contrast with the Atlantic region's weak employment growth for several years previous. Furthermore, regional differences narrowed as the decline in unemployment rates over the four quarters was concentrated in those with the highest unemployment, the Atlantic Provinces and Quebec. In the case of Quebec, while the

recorded increase in employment was relatively moderate, although still 2½ per cent, the labour force grew slowly in consequence of comparatively small increases in both the rate of participation and the population of working age.

Total domestic spending in volume terms rose in the course of the year by about 3½ per cent – in fairly close correspondence with the pace of consumption outlays, which make up about three fifths of the total volume of domestic demand. For the year as a whole consumption

rose virtually in tandem with real disposable income and personal saving rates stayed at the high level characteristic of recent years. However, within the year there were sizeable fluctuations in spending and saving rates that appeared in large measure to be induced by responses to tax changes, especially the cuts in provincial sales taxes that entered into effect in early April and for the most part expired in early October. Spending on consumer durables in particular, which would be expected to be most sensitive to this type of measure, surged in the third quarter before weakening in the final months of the year. This pattern was particularly prominent in the case of automobiles where September was the strongest month of the year for sales and November the weakest. Nonetheless, for the year as a whole spending on consumer durables registered a sizeable gain. In contrast, residential construction outlays, the other area of demand besides expenditure on consumer durables that is heavily dependent on household discretionary spending, stayed slow all year with housing starts totalling 228 thousand units compared with 246 thousand in 1977. This sluggishness was somewhat more apparent in multiple units, where starts were 14 per cent lower than in 1977 in response to the rapid climb in vacancy rates since early in that same year. However, market softness was also evident in new single units as well as for existing dwellings. These developments are not surprising after a number of years of very large additions to the housing stock.

However, for non-residential investment in plant and equipment the basic pattern in 1978 was one of strengthening. In recent years the volume of business fixed capital formation has stayed essentially on a plateau. Investment in large energy-related projects, which typically have considerable government involvement, has been an important sustaining element for capital outlays, particularly non-residential construction, but the volume of expenditures in the non-energy area has been sluggish in the face of

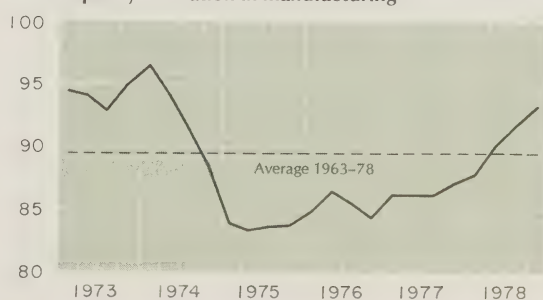
weak profits, uncertain markets and considerable spare capacity. The indications are, however, that in 1978 this situation started to change. This is especially so with regard to manufacturing, and is in response to the improvement in earnings stemming from a markedly better competitive position and the pickup in operating rates. The firmer picture apparent in the current indicators of investment activity has been reinforced in a forward-looking context by the results of investment surveys. The results of the comprehensive survey of public and private intentions released in February 1979 indicated that as of the beginning of the year businesses intended to spend 11½ per cent more on fixed

## Output and Capacity Utilization

**Output**  
1 Q 1973 = 100



**Capacity utilization in manufacturing**





---

capital formation than the previous year. A notable feature of this survey was the fact that intentions pointed to a considerably more rapid increase of investment in the non-energy than in the energy area, reversing the pattern typical of the past few years. Also, investment intentions for the manufacturing sector revealed particular strength in export-oriented industries.

The pickup in private investment, besides supporting demand, is particularly important because of the additions to capacity it will bring in its train. The accelerated recovery of manufacturing output in 1978 as resources were drawn into export and import-competing industries led to a sharp run-up in average rates of capacity utilization – to a zone that already by the end of the year was not far below earlier peaks of extreme tightness. While the extent to which output can rise before running into bottlenecks appears still to be quite large in some sectors, in others capacity limits give every indication of being a major determinant of the extent to which gains in production can be realized in the period immediately ahead.

The other areas of domestic demand, government purchases of goods and services and inventory investment, were generally lacking vigour in 1978. As was mentioned above, employment in public administration was comparatively weak in 1978, reflecting efforts to hold down the growth of public outlays at both the federal and provincial levels. Notwithstanding the improvement in business sentiment, attitudes towards inventory accumulation appeared cautious for most of the year. In particular, stock-to-shipments ratios in manufacturing registered a persistent downward tendency throughout the year even though there were indications at the beginning of the year that stocks were already somewhat sparse in relation to sales and even though supplies were generally not difficult to get. Still, given the large increase in manufacturing shipments, this declining trend in the proportion of inventories held against shipments was nevertheless consistent with a

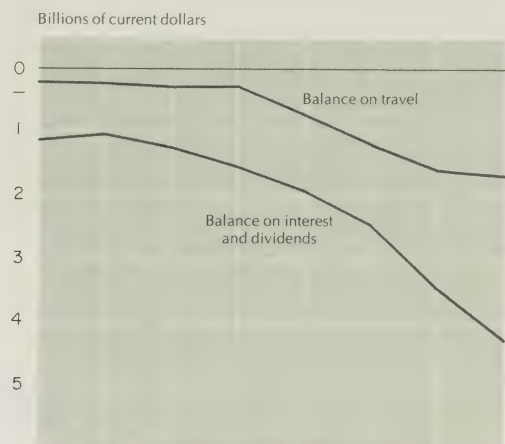
rise in the volume of stocks that was about the same size as in 1977.

As was noted above, export demand was again the relatively buoyant element in aggregate spending. Merchandise exports were higher than in 1977 by 8 per cent in terms of volume and 17 per cent in current dollars. A large part of the 8½ per cent increase in the average unit value of exports stemmed from the further decline in the external value of the Canadian dollar. This amounted in 1978 to almost 7 per cent in terms of the U.S. dollar and even more when gauged against the currencies of all Canada's principal trading partners, particularly Japan. Notable features of the merchandise export performance were the strength of lumber sales stemming from the extraordinary resilience of the U.S. housing market throughout the year and the solid gains in exports of manufactured end products that appeared to reflect the improved competitive position. Mineral exports turned in a mixed performance, reflecting widely different demand conditions across the range of Canadian products and also supply problems related to domestic industrial disputes; at the same time, however, for quite a few mineral products the basic market situation at year-end was looking considerably better than it had for some time.

Merchandise imports were appreciably stronger than in 1977. Import prices rose sharply – indeed more sharply than those of exports, thus generating a further retreat in Canada's international terms of trade from the peaks reached at the time of the 1973-74 commodity boom – but at the same time a substantial increase was registered in merchandise imports in volume terms. To a large degree this reflected the strengthening in the volume of domestic outlays on consumer durables and machinery and equipment, which have a high import content.

The path of the merchandise trade balance in 1978 was far from even and there were large month-to-month swings in exports and imports. The surplus was particularly strong in the first months of the year; however, over the summer it

Current Account of the Balance of Payments



dipped sharply as export growth slowed, before recovering somewhat in the final months of the year. For the year as a whole, however, the surplus was, at \$3½ billion, about half a billion dollars larger than in 1977 even though part of the improvement in real terms was again eroded by the deterioration in Canada's terms of trade. At the same time the balance on services and transfers moved still further into deficit. The deficit on travel began to show some response to the changed external value of the Canadian

dollar, widening relatively little owing to a much faster rate of growth of receipts from visitors than of payments for travel abroad by Canadians, but the net outflow on account of interest and dividends again expanded considerably. In these circumstances Canada's deficit on current account went up by over \$1 billion to reach \$5¼ billion for the year as a whole. Exchange rate developments continued to exert an important special influence on the path of money incomes. After several years of weakness

corporate profits received impetus from the improved competitiveness of Canadian industry both in external markets and in meeting import competition. The better performance of business income relative to labour income in 1978 reflected a faster rise in the average Canadian dollar price of exports than in the price level of output sold in the domestic market. The accrued net income of farm operators also benefited from the decline in the value of the Canadian dollar while other very important factors in the boost to farm income, which was close to 50 per cent higher than in 1977 and at a new annual peak, were a good wheat crop and the steep climb in North American livestock prices.

A tight meat supply situation has been brought about by a particularly pronounced cyclical contraction in the North American cattle industry. Through the late 1960s and early 1970s cattle herds and slaughter rates stayed on a vigorous upward trend as producers responded actively to the strong rise in disposable incomes and increasing demand for beef. However, the onset of sharply higher feed grain prices in 1973, followed by an economic slowdown, combined to squeeze severely producers' incomes. Nonetheless, given the lags in the production process, cattle numbers continued to rise until 1975 when net liquidation finally got underway. In its initial phase this selling off of stock added to marketable supplies, causing downward pressure on prices. Thus in Canada beef prices remained comparatively low until early 1977 when the number of cattle slaughtered began to taper off. Since then the situation has been basically one of declining herds, declining slaughter rates and sharply rising beef prices.

Labour income rose relatively moderately during 1978, reversing the pattern typical of most recent years. As was noted earlier, labour force employment was extremely strong through the year but this was combined with a slower growth in average earnings. The available statistics on aggregate average earnings cannot be adjusted to offset the impact of changes in the

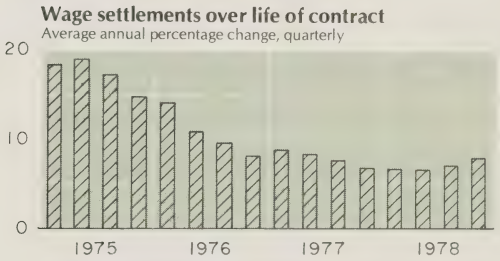
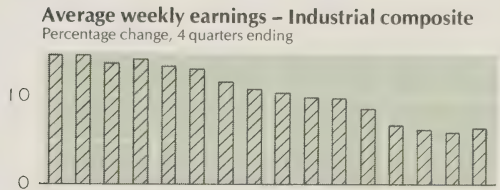
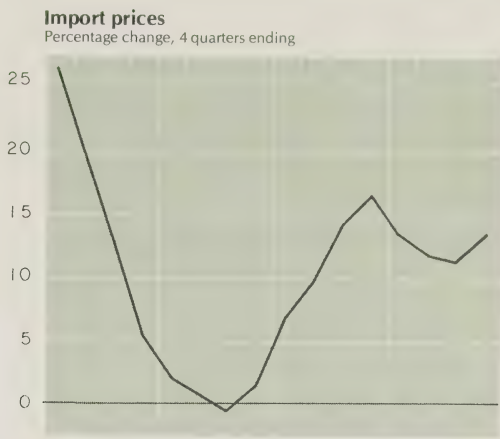
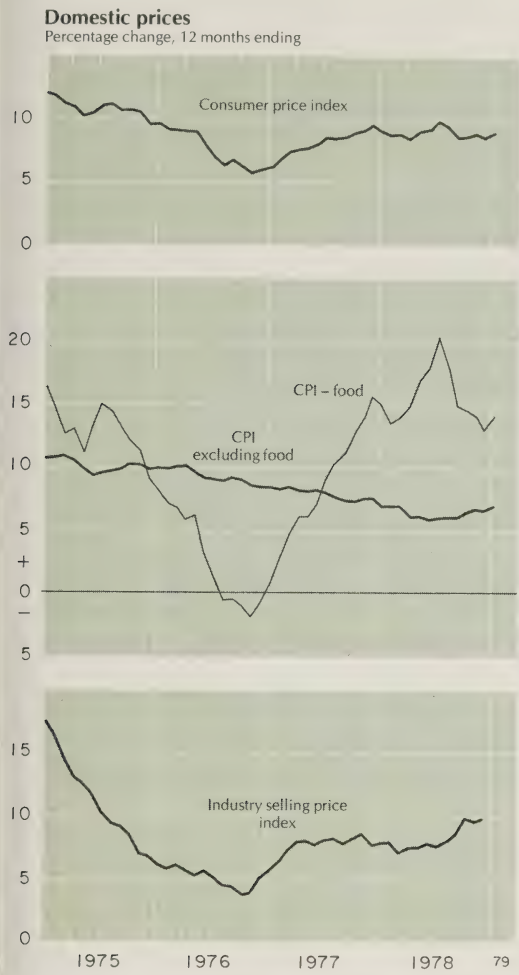
structure of employment, whether by type of industry or by type of employee. But since these categories do have systematic differences in levels of pay, it is uncertain to what extent changes in the composite average are an accurate measure of changes in the earnings of the "typical" worker. This is particularly true for the recent period, given the transformation that has been occurring in the demographic structure of employment and the likely downward bias this development is exerting upon the composite average earnings data. Nevertheless, some deceleration in the rise in money wages is also indicated by the information on newly negotiated wage settlements under major collective bargaining agreements. In 1978 these settlements provided for average annual increases in base rates of pay over the life of contracts of just under 7 per cent compared with close to 8 per cent in 1977. First-year increases, which are less biased downward by cost-of-living clauses, showed a similar deceleration – from 8 per cent on average in 1977 to 7¼ per cent in 1978.

However, the wage experience was not uniform throughout 1978. Although the data on newly negotiated settlements give only partial coverage of wage developments, they are useful advance indicators of developments for average earnings in general. Thus it is noteworthy that the low point in terms of increases under new settlements, whether on a life of contract or on a first-year basis, was reached in the second quarter – the quarter in which the mandatory guidelines on incomes introduced in late 1975 began to be phased out. The subsequent acceleration, although it has not been very pronounced, was undoubtedly in major part related to the upward pressure on consumer prices that has developed as a result of the changes in the exchange rate and the stresses in the food sector.

Industry selling prices, which largely relate to goods entering international trade, rose somewhat faster during 1978, by almost 10 per cent



Prices and Costs  
Rates of change



for the twelve months ended December, after having picked up in 1977 with the initial decline in the external value of the Canadian dollar. In slaughtering and meatpacking and in lumber, where conditions were particularly affected by market pressures in the United States, the increases were exceptionally large.

In these circumstances, consumer prices were

subjected to considerable upward momentum through most of the year notwithstanding the relatively good performance of domestic costs. Strains were apparent above all in food prices, particularly in the first part of 1978 when the strong increases in beef prices coincided with exceptionally poor winter growing conditions in the United States that resulted in fruit and



---

vegetable prices rising to extraordinarily high levels before summer harvests became available. The rise in beef prices was also somewhat less extreme in the latter half of 1978. But even though beef prices went up by more than a third during 1978 it remains evident, given the extent to which North American cattle herds have been cut back, that the upward price adjustment of this cattle cycle has not yet run its full course.

Fortunately, for consumer prices other than food the influence of the good domestic cost performance remained in evidence. Furthermore, even though energy prices continued to be moved upwards, the twelve-month increase of close to 10 per cent was relatively moderate by the standards of earlier recent years. In part this was the result of government fiscal measures designed to mitigate the impact on consumers. In these circumstances, the twelve-month rise in the aggregate of consumer prices other than food remained under 7 per cent, thus serving to hold down the corresponding increase in the total CPI to  $8\frac{1}{2}$ –9 per cent. Furthermore, relative to the United States the CPI performance was distinctly favourable when account is taken of the fact that exchange rate pressures on prices were more pronounced in Canada. In the United States the

momentum of wage and price increases and inflationary expectations mounted during 1978, and over the year consumer prices went up by more than 9 per cent under the impact of large increases across all major categories.

By way of summarizing the highlights of current economic developments in Canada it can be said that the economy is responding to its restored international competitiveness and that the process is giving strong stimulus to employment and output. There are signs that the response is already being limited in some sectors of the economy by the capacity of available plant and equipment but the improved profitability of producing internationally traded goods in Canada will, if it continues, provide incentive for additions to capacity in these sectors to be put in place. If that happens employment in these areas will be able to continue to grow strongly. This kind of shifting of economic resources in support of an external trade oriented expansion is what the Canadian economy needs, and it is under way. Because its continuation depends upon maintaining international competitiveness it is very vulnerable to cost inflation, and the future trend of Canadian costs will be a major determinant of how long the expansion will last.

## Monetary and Financial Developments

This section of the Report describes in more detail the movement of interest rates and of the exchange rate during 1978 as well as the conduct of monetary policy by the Bank of Canada. The section also discusses credit flows and trends in monetary aggregates during the year, together with a summary of the Bank's operations as agent for the Government of Canada in the operation of the Exchange Fund Account and in the management of the public debt.

### Monetary Policy, Interest Rates and the Exchange Rate

As discussed earlier, a major objective of the monetary policy followed by the Bank of Canada during 1978 was to moderate the speed and size of the downward movement in the exchange rate in the face of rising interest rates in the United States.

In the course of 1977 there had been a sharp narrowing of interest rate differentials between Canada and the United States. While U.S. short-term interest rates were rising, those in Canada had declined until mid-year in response to slowing growth in the Gross National Product and a corresponding tendency for the rate of monetary expansion to fall below its target range. By the beginning of 1978 the differential between short-term interest rates, which at its maximum had been above 4 percentage points, was nearly eliminated. In long-term markets the margin of Canadian long interest rates over those in the United States also narrowed significantly.

In the face of a sharp downward movement in the exchange rate from about U.S.\$0.91 to U.S.\$0.87 during the first three months or so of

1978 the Bank of Canada moved to widen these interest rate differentials. The Bank Rate was increased from 7½ per cent to 8 per cent effective March 9, 1978 and subsequently to 8½ per cent on April 4. Money market rates increased correspondingly and the differential with comparable U.S. rates widened to almost 1½ percentage points during March and April. This wider differential contributed to an improvement in exchange market sentiment and the exchange rate recovered to about U.S.\$0.90 by mid-May.

Interest rates resumed their upward trend in the

### Exchange Rate



United States in the second quarter of 1978 and in general this trend continued until late in the year. Except for a period at the beginning of 1978, economic activity in the United States expanded at a rapid pace leading to growth rates in monetary aggregates that were often in excess of the targets set by the Federal Reserve Board. The decline in the exchange value of the U.S. dollar in terms of major European currencies and the Japanese yen was another source of pressure towards more monetary restraint in the United States. Against the Deutsche mark, for example, the U.S. dollar declined from a level of over DM 2.07 in the second quarter to DM 1.82 by the end of December.

During 1978 as a whole the various short-term interest rates in the United States rose by at least  $3\frac{1}{4}$ , and in some cases by as much as 4, percentage points. The Federal Reserve discount rate was raised on seven occasions from a level of 6 per cent at the beginning of the year to the present level of  $9\frac{1}{2}$  per cent. The last change

involved a full one percentage point increase as part of a package of measures announced by the U.S. authorities on November 1 to support the U.S. dollar. Long-term interest rates rose by about one percentage point during the year.

As a result of these interest rate moves in the United States, the wider short-term differential with Canadian rates obtained in March and April had reversed by mid-year. With the exchange rate for the Canadian dollar under downward pressure for much of the second half of 1978, further increases in Canadian short-term interest rates were periodically necessary to prevent them from falling below counterpart rates in the United States and providing an interest incentive for capital outflows. There were four additional increases in the Bank Rate in the second half of the year and one more in early January 1979. In the event, the exchange rate declined by more than 5 cents to a level below U.S.\$0.84 in early 1979.

The following table lists the successive Bank

## Recent Interest Rates

(As at Wednesdays following changes in Bank Rate)

	Bank Rate	90-day paper rate	Chartered bank prime lending rate	Conventional mortgage rate <sup>(1)</sup>	10-provincial bond yields	Uncovered short-term differentials <sup>(2)</sup>	Long-term differentials <sup>(3)</sup>
End of 1977	7.50	7.23	8.25	10.25	9.49	0.32	1.01
Effective dates of Bank Rate Changes							
Mar. 9, 1978	8.00	7.69	8.75	10.25	9.81	0.73	1.17
Apr. 4, 1978	8.50	8.27	9.25	10.25-10.50	9.86	1.31	1.04
July 26, 1978	9.00	8.73	9.75	10.25	9.69	0.64	0.78
Sept. 12, 1978	9.50	9.26	10.25	10.75	9.72	0.58	0.99
Oct. 16, 1978	10.25	9.94	11.00	11.25	10.00	0.62	0.85
Nov. 6, 1978	10.75	10.65	11.50	11.25	10.15	0.14	0.85
Jan. 4, 1979	11.25	10.94	12.00	11.25	10.50	-0.16	0.95
End Feb. 1979 <sup>(4)</sup>	11.25	11.04	12.00	11.00-11.25	10.48	0.68	0.83

<sup>(1)</sup> Typical rate at banks and large trust companies.

<sup>(2)</sup> Differential between 90-day finance company paper in Canada and dealer-placed commercial paper in the United States.

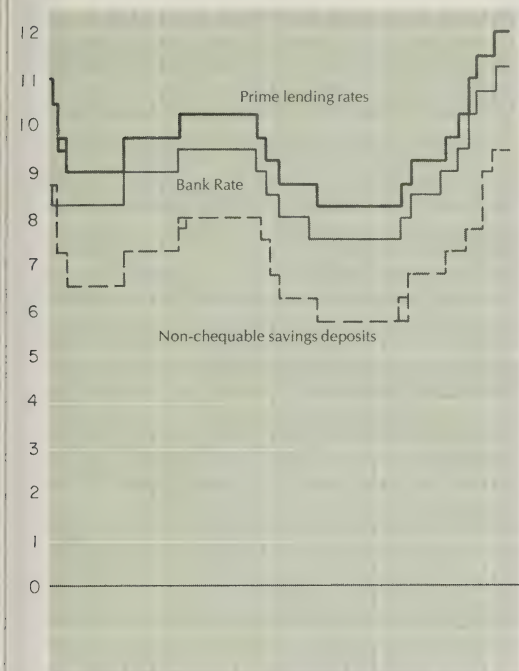
<sup>(3)</sup> Differential between the average of 10-provincial bond yields and yields on recently offered Aaa utility issues in the United States.

<sup>(4)</sup> February 26, 1979.

# Interest Rates

## Short-term

Bank Rate and chartered bank administered rates



Short-term (3-month) market rates



<sup>(1)</sup> Finance company paper

<sup>(2)</sup> Dealer-placed commercial paper

## Long-term

Canada



Canada-U.S. comparison





Rate levels that became effective during the year, the immediately subsequent levels of market and administered interest rates in Canada, and the related differentials between Canadian and U.S. market interest rates.

Money market rates as well as shorter term administered interest rates rose broadly in line with the Bank Rate during 1978. The generally rising trend of money market rates was fostered by the Bank of Canada's management of the supply of chartered bank cash reserves, figures for which by reserve period are shown in Appendix Table II.

Medium and longer term rates have risen substantially less than Bank Rate and the usual upward slope of the yield curve has become a downward slope, with short-term interest rates higher than long-term rates. The moderate rise in rates on residential mortgage loans and on the medium-term deposits used to finance those loans reflected in part the abundant supply of funds in the mortgage market relative to demand. In the bond market there was a relatively modest volume of new long-term issues but, in addition, the much smaller rise of long-term bond yields than of short-term yields strongly suggests an expectation in financial markets that short-term interest rates were likely to be lower in the future. The Bank was concerned about the tendency for longer term bond yields to rise less in Canada than in the United States because this narrowing of long-term interest rate differentials was one of the factors accounting for the decline during 1978 in long-term capital inflows from the issue of securities abroad by corporations and provincial and municipal governments. On three occasions late in September and in October the Bank sold long-term Government of Canada bonds from its portfolio into the market in order to resist an undesired narrowing of these differentials. It has made further sales in substantial amounts for the same reason on a number of occasions in January and February of 1979.

## Credit Flows

Credit demands by major non-financial borrowers in the Canadian economy were strong during 1978 and total borrowing increased substantially from the already high levels of the previous year. Both the business and household sectors continued to borrow amounts which in total were larger than appeared necessary to finance their net investment expenditures and presumably these additional funds were used to finance large accumulations of financial and existing real assets. A substantial portion of these asset acquisitions were denominated in foreign currency or located abroad and involved an outflow of funds from Canada. At the same time there was a decline during 1978 in the inflow of capital arising from the borrowing in foreign currency by provinces, municipalities and business corporations. However, funds borrowed in foreign currency by the federal Government and sold in the foreign exchange market to alleviate pressures on the exchange rate supplemented the reduced inflow from the activities of other borrowers and helped to offset the outflows of capital during the year.

The decline in the foreign currency financing by provincial and municipal governments was particularly marked and accounted for most of the shift away from foreign currency sources of funds. In the case of the non-financial business sector, there was also a reduction in the proportion of foreign currency sources of funds in total borrowing but it was far less important than the shift of direct investment by foreigners in Canadian business from a net inflow of funds of \$0.5 billion in 1977 to an estimated net outflow of \$0.2 billion in 1978.

An important factor in the increased amount of borrowing in Canadian currency during this past year has been the availability of funds to businesses through the issue of income debentures and term preferred shares. Over \$2 billion of income debentures and term preferred shares

denominated in Canadian dollars were issued during the year, generally by companies in a position to benefit from the savings available on the tax treatment of these types of securities.\*

This increase in borrowing by the non-financial business sector in 1978 was from a level in 1977 which was already well in excess of requirements to finance fixed and inventory investments and implied some improvement in the structure of corporate sector balance sheets through the net acquisition of financial assets. It appears that there was a continuation in 1978 of these efforts by corporations to improve liquidity positions run down some years earlier. There was also a certain amount of borrowing that took place in advance of requirements in response to expectations that the existing tax benefits in issues of income debentures and term preferred shares would eventually be removed. Finally, there was in addition investment in longer term assets in the form of corporate takeovers in Canada and direct investment abroad that required some net increase in over-all financing.

Like the non-financial corporate sector, the household sector in total also undertook a substantial increase in its borrowing in 1978 and a corresponding acquisition of assets. There was a continuation of the high level of mortgage borrowing seen in 1977 mainly to finance the

sale of existing houses or to increase the size of existing mortgages in order to finance other purchases. However, whereas some part of the mortgage borrowing in 1977 was to replace more expensive consumer credit, in 1978 there was an expansion of consumer credit as well. With the reduction in consumer lending rates late in 1977 some of the cost advantages in financing the purchase of consumer goods with mortgage borrowing were diminished. Because of the reduction in the sales tax during part of 1978 there appears to have been a temporary acceleration in the acquisition of consumer durable goods, particularly automobiles, and this increase in household sector assets was one factor in the higher level of borrowing by individuals. There was in addition an increased turnover of existing houses in 1978. As a result of the larger equity homeowners have acquired in their property because of rising real estate prices, the purchase and sale of existing dwellings has been adding substantially to the gross indebtedness of the household sector. The counterpart of this rise in the mortgage debt of purchasers has been the acquisition of financial assets by sellers. One area of particularly rapid growth during the year has been in personal deposits at financial institutions.

A substantial part of this net accumulation of assets by both the corporate and household sectors during 1978 involved the acquisition of assets located abroad or at least denominated in foreign currency. Direct investment abroad and the large increases in foreign currency bank deposits of Canadian residents were an important part of this shift. Direct investment abroad by Canadian residents increased from \$0.7 billion in 1977 to an estimated \$1.7 billion in 1978, while the Canadian dollar value of resident holdings of foreign currency deposits at Canadian chartered banks rose by \$4 billion during 1978 after only a small increase in the previous year.

\* All interest paid on income debentures and dividends paid on term preferred shares were until recently non-deductible expenses in the computation of taxable income of a borrowing company resident in Canada and were non-taxable in the hands of a resident recipient. As a consequence a potential tax advantage could be realized if the debtor had no taxable income or at least a lower marginal tax rate than that of the creditor. These instruments appear to have been attractive financing vehicles for corporations with, for example, substantial loss carry-forwards or capital cost allowances relative to expected income. Term preferred shares, which could be issued with flexible terms, have also been used by corporations to increase the non-debt portion of their balance sheets.

The November 16, 1978 budget proposed to limit the favourable tax treatment for the issue of these securities. With that legislation, interest and dividends received on new issues of income debentures and term preferred shares will, except in limited circumstances, be treated as taxable income. This will not apply to a security issued before 1980 pursuant to a written agreement made prior to November 17, 1978 nor to term preferred shares issued after that date with a maturity exceeding 10 years.

## Funds Raised by Major Non-financial Borrowers

	Billions of dollars			
	1975	1976	1977	1978
<b>Borrowers</b>				
Non-financial businesses				
loans .....	4.0	6.3	5.5	4.9 <sup>e</sup>
short-term paper .....	0.2	0.3	— 0.1	0.2
bonds .....	2.1	2.3	3.6	2.9
stocks .....	0.9	1.1	2.5	5.2
direct investment from abroad .....	0.7	— 0.3	0.5	— 0.2 <sup>e</sup>
Households				
mortgage debt <sup>(1)</sup> .....	7.2	9.1	11.9	12.6 <sup>e</sup>
consumer credit .....	3.3	4.0	3.4	4.6 <sup>e</sup>
Sub-total non-government .....	18.4	22.7	27.4	30.3 <sup>e</sup>
(of which denominated in foreign currencies) <sup>(2)</sup> ..	( 1.0)	( 1.9)	( 3.2)	( 3.5) <sup>e</sup>
Provinces and municipalities <sup>(3)</sup>				
loans .....	0.4	0.4	0.6	1.1
short-term paper and treasury bills .....	0.3	— 0.2	— 0.1	0.2
bonds — purchased with CPP funds .....	1.4	1.5	1.7	1.7
— other .....	6.5	8.8	6.7	5.8
Sub-total .....	8.7	10.5	8.8	8.7
(of which denominated in foreign currencies) <sup>(2)</sup> ..	( 3.4)	( 5.4)	( 3.6)	( 2.7)
Government of Canada				
Canadian dollar — treasury bills .....	0.6	1.6	2.4	2.7
— marketable bonds .....	0.7	1.8	3.8	3.4
— Canada Savings Bonds .....	2.7	0.8	1.7	2.0
Foreign currency <sup>(4)</sup> — net loans under standby				
credit facilities .....	—	—	—	3.2
— net placements abroad .....	—	—	—	2.5
Sub-total .....	3.9	4.1	7.8	13.8
<b>Total Borrowing</b> .....	31.0	37.3	44.1	52.8 <sup>e</sup>
(of which denominated in foreign currencies) .....	( 4.3)	( 7.3)	( 6.8)	(12.0) <sup>e</sup>

e: estimate.

<sup>(1)</sup> These are principally mortgages secured by residential property. The figures exclude mortgage lending by governments and their agencies, notably CMHC, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.

<sup>(2)</sup> Foreign currency loans to residents by banks and other financial institutions and securities denominated in foreign currencies but excluding Canadian dollar securities placed abroad.

<sup>(3)</sup> Includes borrowing by government enterprises. Loans from the Government of Canada are excluded.

<sup>(4)</sup> Net loans under standby credit facilities are converted to Canadian dollars at the exchange rate prevailing at the end of the period. Net placements abroad are converted to Canadian dollars at the average noon market rate of the month of delivery.

<sup>(5)</sup> Includes net new issues placed in foreign markets by non-financial borrowers; net new issues placed in Canada and purchased by non-residents; and net purchases (or sales) of outstanding Canadian securities by non-residents.

	Billions of dollars			
	1975	1976	1977	1978
<b>Channels of Financing</b>				
Domestic financial institutions				
loans — chartered banks .....	7.7	9.8	9.4	11.8 <sup>e</sup>
— other institutions .....	6.7	9.3	11.2	11.8 <sup>e</sup>
security purchases — chartered banks .....	— 0.0	1.5	2.8	6.4
— other institutions .....	4.6	4.8	6.9	5.9
Sub-total .....	18.9	25.3	30.3	35.9 <sup>e</sup>
(of which denominated in foreign currencies) ....	( 0.7)	( 0.5)	( 2.6)	( 5.4) <sup>e</sup>
Securities purchased directly by other				
domestic investors				
non-marketable savings bonds .....	2.9	0.9	1.6	2.1
other .....	0.6	— 0.7	1.5	3.7 <sup>e</sup>
Sub-total .....	3.5	0.2	3.1	5.8 <sup>e</sup>
Financing by non-residents				
loans from foreign banks .....	—	0.4	0.5	2.5
securities purchased by non-residents <sup>(5)</sup> .....	4.3	7.8	4.6	4.5 <sup>e</sup>
direct investment from abroad .....	0.7	— 0.3	0.5	— 0.2 <sup>e</sup>
Sub-total .....	5.1	7.9	5.7	6.8 <sup>e</sup>
Financing from government sector .....	2.7	3.3	3.2	2.5
Bank of Canada .....	0.8	0.6	1.9	1.7
<b>Total Financing</b> .....	<u>31.0</u>	<u>37.3</u>	<u>44.1</u>	<u>52.8<sup>e</sup></u>

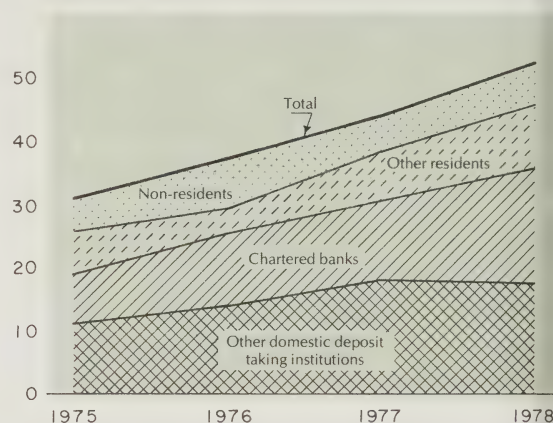


## Financial Intermediation and Monetary Aggregates

The flows of credit described above were to a larger extent than in 1977 channelled through financial intermediaries, particularly chartered banks. The greatly expanded use of income debentures and term preferred shares as a means of raising funds during 1978 played an important role in increasing the degree of intermediation since virtually all these instruments were privately placed with banks and other financial institutions. The chartered banks' share of the total increase in credit supplied to non-financial business increased from about one half in 1977 to three quarters in 1978. The share of the expanding mortgage market captured by the chartered banks also rose while that of the life

## Channels of Financing

Billions of dollars

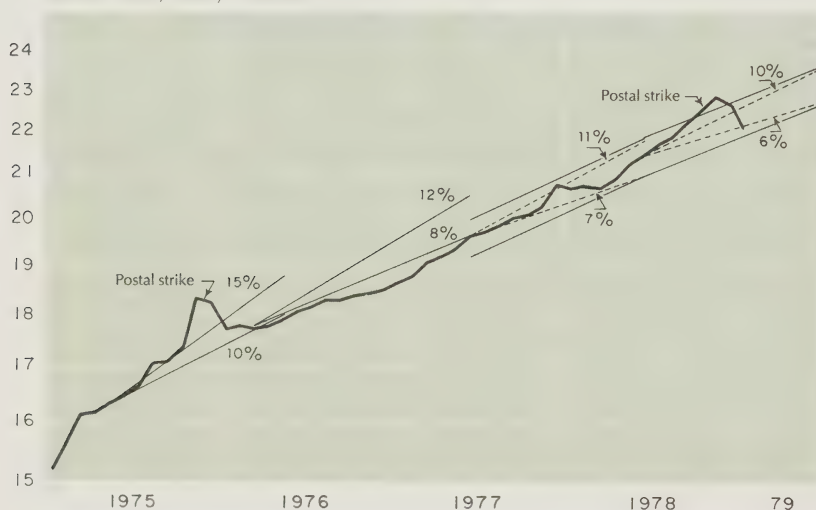


## Money Supply and Target Growth Ranges

Seasonally adjusted

### Currency and demand deposits

Billions of dollars, monthly - Ratio scale



## Monetary and Financial Aggregates

	Increase in Outstanding Amounts \$ millions		Annual Rates of Growth			
	1977	1978	1977	1978	Seasonally adjusted 1978	
					Dec. 1977- June 1978	June 1978- Dec. 1978
Currency and chartered bank deposits						
M1 (currency and demand deposits)	2,237	1,842	12	7*	6	5*
M2 (currency and all chequable, notice and personal term deposits)	7,014	8,456	12	13	9	16
M3 (currency and all chequable, notice and term deposits plus foreign currency deposits of residents)	11,167	16,524	13	17	12	22
Deposits at non-bank financial institutions	8,387	9,361	21	20	20	19
Currency and total deposits at financial institutions	19,554	25,885	16	18	15	21

\* Growth rates for M1 in 1978 are calculated using data for January 1979 because of the distortions to this series in late 1978. The annual growth rate shown for 1978 is calculated as the 12 months ending January 1979 and the growth in the second half of the year is the increase from June to January.

insurance companies declined, leading to a further increase in the proportion of credit flowing through deposit-taking intermediaries. In addition, the borrowing in foreign currency by the federal Government from the chartered banks under its revolving standby credit facility also contributed to the rising share of total financing supplied by the banking system.

In the course of providing a larger share of total credit flows in 1978, deposit-taking institutions also attracted a larger share of financial savings. In the second half of 1978 there was a particularly large increase in the deposit liabilities of the banking system. Chartered banks competed aggressively for large blocks of corporate term deposits and were willing to narrow somewhat the spreads between the rates offered on personal term deposits and other medium-term rates. The banks also benefited from the desire among some residents to acquire foreign currency denominated assets; foreign currency deposits at chartered banks in Canada increased by more than one half. As a consequence of these developments, those measures of

the money supply that include savings and time deposits at chartered banks grew rapidly. The growth of M3, an aggregate defined to include all private sector bank deposits, including these foreign currency deposits, accelerated from a rate of 12 per cent in the first half of 1978 to 22 per cent in the second half, while the growth of M2, which excludes business term deposits and foreign currency deposits, accelerated from 9 per cent to 16 per cent.

The money supply defined narrowly to include only transactions balances (currency and chartered bank demand deposits, or M1) tends not to be susceptible to these shifts in the channels through which credit flows, and its much lower trend rate of growth has been in marked contrast with that of the broader aggregates. The trend of M1 was, however, obscured during the last three months of the year by certain events that temporarily inflated the level of the series. In October a brief interruption of mail service led to an increase in demand deposit holdings owing to the resulting delays in making payments. This influence was only just unwinding by the

beginning of November when there was a large inflow of funds into deposit accounts associated with the redemption of the large maturing issues of Canada Savings Bonds and with the compound interest and special bonus payable on those issues. As a result of the interest rate changes that took place during the Canada Savings Bond campaign and the lengthening of the period during November when the new issue could be purchased without loss of interest, individuals appear to have taken more time than usual in allocating these funds to new investments and a portion remained in demand deposits through November. This temporary increase in deposits did not run off until December and seasonally adjusted M1 declined in December and again in January 1979. In all the relevant circumstances and with particular allowance for the restraining effect of the rise in interest rates during 1978, the lower level of M1 in January 1979 appears to be a more reliable indication of the recent trend of this series than the levels in the preceding three months.

The Bank's target for M1 growth in the period from October 1977 to August 1978 was a range of 7 to 11 per cent measured from June 1977. The actual growth of M1 from this June base to August of last year was just over 9½ per cent. The current target, announced last September, calls for a growth rate of between 6 and 10 per cent from a base period of June 1978. From June 1978 to January 1979 the growth in M1 was 5.3 per cent. Except for the brief period late in 1978 M1 has remained within the target range expressed as a band of constant width and it now stands near the lower margin of this band.

## **Bank of Canada Operations as Agent for the Government of Canada**

### **Foreign Exchange Market Operations**

As described earlier in this Report, the pressure on the exchange value of the Canadian dollar during the year led to substantial intervention operations conducted by the Bank as agent for the Exchange Fund Account of the Minister of

Finance. The exchange rate was frequently very volatile in 1978 and, with the Canadian dollar moving downwards during most of the year, operations on behalf of the Exchange Fund Account resulted in a substantial net use of Canada's official reserves. Rapid declines in the exchange rate were vigorously resisted when, on occasion, it appeared that the movement of the rate was itself engendering pessimistic expectations about the near-term value of the Canadian dollar.

In order to replenish Canada's official exchange reserves the Government undertook sizeable medium- and long-term foreign currency borrowings in the U.S. and German capital markets in 1978. Early in 1979 it announced borrowings in Japan and Switzerland. Furthermore, two eight-year revolving standby credit facilities are in place, one with Canadian banks and the other with foreign banks, under which up to U.S.\$5.5 billion is available to the Government. The details of these financings are discussed more fully in the next section of this Report.

The proceeds of the Government's borrowings in the U.S. and German capital markets, amounting to U.S.\$2,206 million in 1978, were initially added to reserves, as were net drawdowns of U.S.\$2,700 million during the year under the standby credit facilities. Over-all, official reserves declined by U.S.\$41.3 million in 1978 and amounted to U.S.\$4,566.2 million at year-end.

In January 1979 Canada received and added to reserves 141.1 million of Special Drawing Rights, equivalent to U.S.\$183.9 million, as its share of an allocation by the International Monetary Fund of SDR 4 billion to 137 of its member countries. In the first two months of this year there was no net change in outstanding drawdowns on standby credit facilities and no proceeds were received from Government borrowings in foreign capital markets. At the end of February official reserves amounted to U.S.\$4,113.7 million.

Canada's quota in the International Monetary

## Exchange Rate

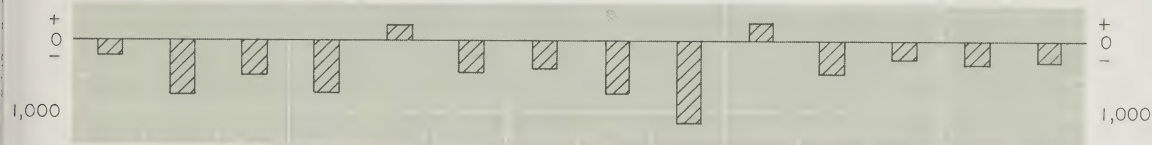
Spot closing rates, daily



## Changes in Official Reserves

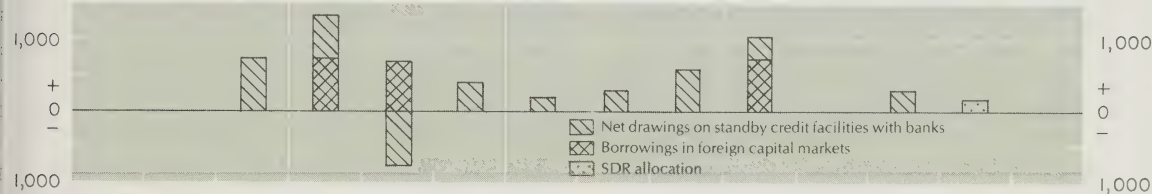
Millions of U.S. dollars, monthly

### Excluding official external financing and revaluation effects<sup>(1)</sup>

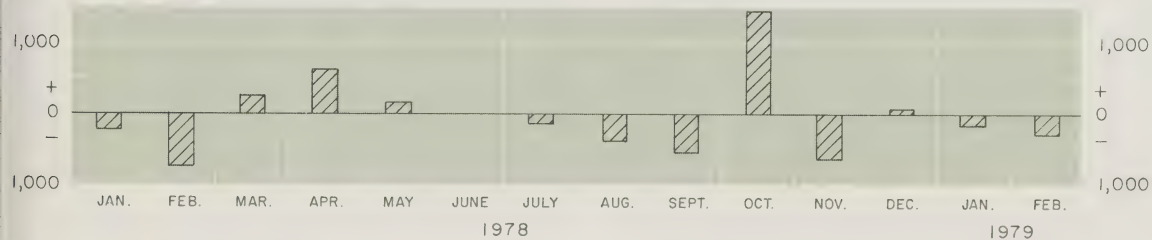


<sup>(1)</sup> The U.S. dollar value of SDR-denominated assets (gold, the IMF position and SDRs) rises when the exchange rate of the U.S. dollar declines in terms of SDRs, and decreases when the opposite occurs.

### Government foreign currency financing and SDR allocation



### Total net change





Fund was increased from SDR 1,100 million to SDR 1,357 million in May 1978 when Canada paid in its subscription under the Sixth General Review of Quotas. However, as the subscription was paid in the form of an issue of Canadian dollar notes to the Fund the increase in quota affected neither Canada's reserve position in the IMF nor its total official reserves.

### **Debt Management**

In its role as agent for the Government of Canada in the management of the public debt the Bank of Canada engaged in financing operations during 1978 which resulted in an increase of \$6,220 million in the par value of outstanding marketable securities payable in Canadian dollars and \$1,974 million in the outstanding amount of Canada Savings Bonds. The Bank also assisted the Government of Canada in three operations in foreign capital markets that raised in foreign currency the equivalent of \$2,316 million from issues of marketable securities and \$218 million from a fixed rate bank loan. In addition, the Government's arrangements for borrowing foreign currency from Canadian, U.S. and other foreign banks were extended as described below. Over the year the Canadian dollar cash balances of the Government rose by \$1,736 million.

A net total of \$2,820 million was raised through additions to the outstanding amount of treasury bills, of which \$1,965 million came from augmenting the weekly auctions of 3-month and 6-month bills. The remaining \$855 million took the form of additions to the one-year treasury bill tenders which now occur every four weeks. The holdings of treasury bills outside the banking system continued to increase in 1978, rising by \$1,145 million to reach \$4,051 million; this rapid growth was sufficient to carry the proportion of bills held outside the banking system to 30 per cent.

The amount outstanding of Government of Canada direct and guaranteed marketable bonds payable in Canadian dollars rose by \$3,400

million on a par value basis during 1978. As presented in Appendix Table IV, there were seven offerings of such bonds over the year, four of which involved substantial refundings of maturing issues. All the offerings included tranches of short-, medium- and long-term bonds, while on one occasion a fourth tranche was added consisting of bonds with a term of ten years. Of the total new marketable bonds issued, 8 per cent were short-term (due in three years or less), 40 per cent were medium-term (due in more than three years but less than ten years) and the remaining 52 per cent were long-term. As a result the average term to maturity of direct and guaranteed bonds payable in Canadian dollars lengthened further in 1978 by fourteen months to eight years seven months.

During 1978 the Government cancelled bonds which it had acquired under purchase fund provisions amounting in par value to \$102 million. In March the amount cancelled was \$29 million involving six outstanding issues. In December the amount cancelled was \$73 million involving seven Government of Canada issues.

The Canada Savings Bond program in 1978 was designed in the light of a large amount of maturing bonds from two earlier issues as well as the associated interest and bonus payments. The terms of the 1978/79 Series were first announced on September 11, providing an over-all average yield of 8.90 per cent if the bonds were held for the seven years to maturity; the rate was 8½ per cent in the first year followed by 9 per cent for each of the remaining six years. In the two months that followed, interest rates in both the United States and Canada moved sharply upwards, and the yield offered on the new Series was adjusted upwards in two steps to 9½ per cent, the purchase limit for each individual was raised to \$50,000 from \$30,000 and the period during which purchases could be made free of accrued interest was extended to November 22. The campaign produced a record gross sale of \$7,407 million in the fourth quarter of the year,

and after allowing for redemptions the outstanding amount of Canada Savings Bonds increased by \$2,722 million over the same three months. For the year as a whole the outstanding amount rose \$1,974 million.

In 1978 the Government of Canada borrowed U.S.\$1,500 million in the United States through two public offerings of bonds, and made a placement in Germany totalling 1,500 million Deutsche marks. As shown in Appendix Table IV, the public offering of bonds in the United States in April comprised tranches of five years, seven and one half years, and twenty years term to maturity. The placement in Germany in May included tranches of five-year and six-year notes, as well as a four-year fixed rate bank loan. The public offering in the United States in October involved five-year and twenty-year bonds.

The revolving standby credit facility with Canadian banks announced by the Government of Canada in October 1977 was described in last year's Report. In April 1978 the amount available under the facility was increased from U.S.\$1.5 billion to U.S.\$2.5 billion. In October the term of the facility was extended from seven to eight years, the standby fee on the undrawn amount was reduced to  $\frac{1}{4}$  of one per cent per annum and the margin above the relevant London interbank offered rate payable on outstanding drawings was reduced to  $\frac{1}{2}$  of one per cent per annum for the full life of the facility.

An eight-year U.S. dollar revolving standby credit facility with a group of U.S. and other foreign banks was signed on June 23. The amount available to Canada is U.S.\$3.0 billion during the first four years of the facility, reducing in steps to U.S.\$1.0 billion for the eighth year. As in the case of the standby with Canadian banks, the Government may cancel all or any portion of

the unused facility at any time without penalty. The interest rate on borrowings is the average of the prime lending rates of a representative group of U.S. banks, plus a margin during the final four years of the agreement of  $\frac{1}{4}$  of one per cent per annum. The Government pays a standby fee of  $\frac{1}{4}$  of one per cent per annum on the unused portion of the facility. When a borrowing is made, a further fee of  $\frac{1}{4}$  of one per cent per annum is payable on the amount borrowed prorated on the fraction of a year in which that amount has remained unused prior to the date of the borrowing. Accordingly this added fee does not apply to an amount borrowed at the start of an anniversary year of the agreement.

Early in 1979 the Government of Canada announced plans to raise funds in the Japanese and Swiss capital markets. The first of these financings involved a total of 100 billion Japanese yen of which 30 billion yen took the form of a public offering of five-year bonds, 35 billion yen took the form of a ten-year syndicated loan bearing an interest rate of 7.1 per cent per annum payable semi-annually, and 35 billion yen took the form of a twenty-year syndicated loan bearing an interest rate of 7.5 per cent per annum payable semi-annually. Under the terms of both syndicated loan agreements the funds can be drawn down at any time up to March 30, 1979. The proposed financing in the Swiss capital market involves a total of 1,500 million Swiss francs of which 700 million Swiss francs take the form of a three-year fixed rate bank loan bearing an interest rate of  $2\frac{7}{8}$  per cent per annum payable annually, 500 million Swiss francs take the form of a six-year private placement of 3 per cent notes, and 300 million Swiss francs involve a public offering of  $3\frac{5}{8}$  per cent Government of Canada marketable bonds.



## **Appendix Tables**





# APPENDIX TABLE I

## Bank of Canada Assets and Liabilities

Monthly changes, millions of dollars

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Investment in Industrial Development Bank	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities		
						Chartered banks	Government of Canada	Other
1978								
January	- 366	- 10	- 41	- 116	-623	+136	- 23	-23
February	+ 694	- 416	-	- 331	- 8	- 36	+ 3	-12
March	+ 270	- 350	-	+ 149	- 14	+ 40	+ 16	+27
April	+ 311	+ 68	- 38	- 193	+ 60	+ 38	+ 2	+47
May	- 598	+ 666	-	+ 241	+319	+ 55	- 15	-50
June	- 213	+ 255	-	+ 279	+198	+100	+ 16	+ 7
July	+ 893	- 664	- 42	- 148	+ 74	- 53	- 18	+36
August	+ 727	- 604	-	- 36	+ 33	+ 85	+ 7	-38
September	- 106	- 15	-	+ 396	- 26	- 6	+325	-18
October	+1,013	+1,357	- 50	-1,857	+149	+146	+197	-29
November	-1,095	- 692	-	+1,387	+ 34	+101	-523	-12
December	+ 169	+ 411	-	+ 148	+705	- 18	+ 16	+25
Total	<u>+1,699</u>	<u>+ 6</u>	<u>-171</u>	<u>- 81</u>	<u>+901</u>	<u>+588</u>	<u>+ 3</u>	<u>-40</u>
1979								
January	+ 53	- 510	- 42	- 90	-809	+256	- 23	-13

## APPENDIX TABLE II

### Chartered Bank Cash Reserves

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Total minimum cash requirements	Average holdings of Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of juridical days in period
1978						
January	1-15	5,005	1,186	3,819	3,874	9
	16-31				3,844	12
February	1-15	5,096	1,423	3,673	3,691	11
	16-28				3,715	9
March	1-15	4,988	1,198	3,790	3,824	11
	16-31				3,841	11
April	1-15	5,026	1,165	3,861	3,891	10
	16-30				3,902	10
May	1-15	5,037	1,182	3,855	3,876	11
	16-31				3,886	11
June	1-15	5,112	1,214	3,898	3,929	11
	16-30				3,924	11
July	1-15	5,148	1,229	3,920	3,958	9
	16-31				3,962	11
August	1-15	5,282	1,273	4,009	4,046	11
	16-31				4,070	12
September	1-15	5,274	1,274	3,999	4,048	10
	16-30				4,040	10
October	1-15	5,384	1,278	4,106	4,152	9
	16-31				4,219	12
November	1-15	5,506	1,293	4,212	4,313	10
	16-30				4,271	11
December	1-15	5,561	1,283	4,278	4,309	11
	16-31				4,331	8
1979						
January*	1-15	5,817	1,305	4,513	4,575	10
	16-31				4,563	12
February*	1-15	5,792	1,503	4,289	4,317	11

\* Preliminary.

(1) Advances to banks and Purchase and Resale Agreements with money market dealers summed and divided by number of juridical days.

Excess cash reserves		Advances to chartered banks and PRA outstanding			
Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Number of days outstanding		Average outstanding <sup>(1)</sup>	
		Advances	PRA	Advances	PRA
495	.064	1	5	6.7	32.6
303	.030	1	10	0.0	64.6
203	.021	1	9	0.5	108.1
374	.047	1	6	6.7	69.2
373	.039	–	7	–	75.7
556	.058	1	2	0.1	13.7
303	.034	–	3	–	29.6
409	.047	1	4	1.5	4.8
223	.023	3	5	2.5	48.4
334	.034	2	9	6.0	99.5
340	.035	1	7	1.8	68.1
288	.029	1	7	4.7	32.4
348	.042	2	7	9.4	102.4
470	.046	3	10	13.5	178.1
410	.041	2	11	3.0	188.4
736	.067	1	3	0.8	24.2
486	.052	–	2	–	22.0
410	.044	1	7	4.4	96.0
411	.048	5	7	5.2	83.1
1,352	.118	–	8	–	93.5
1,005	.105	–	3	–	16.6
646	.061	1	2	3.8	3.8
340	.031	1	5	3.8	81.2
427	.054	–	4	–	17.0
624	.062	2	7	1.0	83.1
610	.050	1	11	3.3	121.3
309	.028	1	8	3.6	102.8



## APPENDIX TABLE III

### Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities

Delivered basis, par value in millions of dollars

Net purchases from (+) or net sales to (-) investment dealers and banks								
Treasury bills	Bonds <sup>(1)</sup>					Bankers' acceptances <sup>(2)</sup>	Sub-total of bills and bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA
	3 years and under	3-5 years	5-10 years	Over 10 years				
1978								
January	+ 22.5	+30.5	-	-	-	-13.7	+ 39.3	+101.2
February	+ 245.6	+ 5.0	-	-	-	-	+ 250.6	+ 16.6
March	+ 155.4	-	-	-	-	-	+ 155.4	-117.8
April	+ 129.9	-	-	-	-	-	+ 129.9	-
May	- 409.6	-	-	-	-	-	- 409.6	+137.7
June	+ 166.8	-	-	-	-	-	+ 166.8	-137.7
July	+ 723.0	-	-	-	-	-	+ 723.0	+216.5
August	+ 721.8	-	-	-	-	-	+ 721.8	-216.5
September	+ 391.0	-	-	-	-	-	+ 391.0	-
October	+ 885.1	-	-	-	- 53.1	-	+ 832.0	-
November	-1,070.8	-	-	-	-	-	-1,070.8	-
December	+ 275.2	-	-	-	-	+21.7	+ 296.9	-
Total	+2,235.9	+35.5	-	-	- 53.1	+ 8.0	+2,226.3	-
1979								
January	+ 403.4	-	-	-	-166.4	-21.7	+ 215.3	+ 52.3

<sup>(1)</sup> Classified by years to maturity at time of transactions.

<sup>(2)</sup> Includes maturing bankers' acceptances.

## es' Acceptances

### Net transactions with Government and other client accounts

Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (-) Government and client accounts		Net change in holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances			
Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bankers' acceptances	Total
+ 60.0	- 37.1	- 520.9	- 12.2	- 359.3	- 10.2	- 0.2	- 369.7
+ 342.9	+197.6	- 77.7	- 25.0	+ 523.5	+188.3	- 6.8	+ 705.0
+ 499.1	-	- 220.0	- 47.8	+ 342.7	- 67.1	- 6.7	+ 268.9
+ 154.2	+200.0	- 163.1	- 5.3	+ 121.0	+194.7	-	+ 315.7
- 225.3	+200.0	- 310.6	- 0.3	- 852.3	+240.0	+ 4.2	- 608.1
- 13.1	-	- 238.2	+ 8.4	- 177.7	- 31.9	- 4.2	- 213.8
+ 82.9	+ 17.3	- 93.8	- 17.9	+ 879.7	+ 23.5	+24.8	+ 928.0
+ 195.9	+225.0	- 187.2	- 37.6	+ 562.9	+163.3	-24.8	+ 701.4
- 17.0	-	- 484.5	+ 9.8	- 110.5	+ 9.8	-	- 100.7
+ 95.4	+ 86.1	- 1.7	+ 19.6	+ 978.8	+ 52.6	-	+1,031.4
+ 339.3	-	- 377.6	+ 1.9	-1,109.1	+ 1.9	-	-1,107.2
+ 380.9	- 69.2	- 350.1	- 61.1	+ 306.0	-130.3	+21.7	+ 197.4
<u>+1,895.2</u>	<u>+819.7</u>	<u>-3,025.4</u>	<u>-167.5</u>	<u>+1,105.7</u>	<u>+634.6</u>	<u>+ 8.0</u>	<u>+1,748.3</u>
- 55.0	-	- 204.0	+ 21.8	+ 191.7	-143.6	-17.7	+ 30.4

# APPENDIX TABLE IV

## Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities\*: New Issues and Retirements

Date in 1978	Issues offered	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct and guaranteed					
Jan. 15					208 <sup>(1)</sup>
Jan. 20	Treasury bills	364 days		150	
Feb. 1	7½% June 1, 1980	2 yrs. 4 mos.	7.95	125 <sup>(2)</sup>	
	8¼% Feb. 1, 1983	5 yrs.	8.50	350	
	8¾% Feb. 1, 1988	10 yrs.	8.86	125	
	9¼% May 15, 1997	19 yrs. 3½ mos.	9.47	300 <sup>(3)</sup>	
				900	356
Feb. 3	Treasury bills				275
Feb. 17	Treasury bills	364 days		175	
Mar. 17	Treasury bills	364 days		175	
Mar. 28					29 <sup>(4)</sup>
Apr. 1	8¼% Apr. 1, 1981	3 yrs.	8.38	100	
	8¼% Feb. 1, 1983	4 yrs. 10 mos.	8.70	225 <sup>(5)</sup>	
	9½% Oct. 1, 2001	23 yrs. 6 mos.	9.50	225 <sup>(6)</sup>	
				550	3
Apr. 14	Treasury bills	363 days		175	
May 5	Treasury bills				325
May 12	Treasury bills	364 days		175	
May 15	8¾% June 1, 1981	3 yrs. ½ mo.	8.75	75 <sup>(7)</sup>	
	8¾% May 15, 1983	5 yrs.	8.94	275	
	9½% Oct. 1, 2001	23 yrs. 4½ mos.	9.50	350 <sup>(8)</sup>	
				700	
June 9	Treasury bills	364 days		175	
July 1	8¾% June 1, 1981	2 yrs. 11 mos.	8.78	125 <sup>(9)</sup>	
	8¾% May 15, 1983	4 yrs. 10½ mos.	8.94	425 <sup>(10)</sup>	
	9½% Oct. 1, 2001	23 yrs. 3 mos.	9.55	450 <sup>(11)</sup>	
				1,000	700
July 7	Treasury bills	364 days		175	
Aug. 4	Treasury bills	364 days		175	115
Aug. 15	8¾% June 1, 1981	2 yrs. 9½ mos.	8.78	50 <sup>(12)</sup>	
	8¾% May 15, 1983	4 yrs. 9 mos.	9.01	250 <sup>(13)</sup>	
	9½% Oct. 1, 2003	25 yrs. 1½ mos.	9.42	450 <sup>(14)</sup>	
				750	
Sept. 1	Treasury bills	364 days		175	115
Sept. 29	Treasury bills	364 days		175	115

(Continued)

Date in 1978	Issues offered	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Oct. 1	8 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> % June 1, 1981	2 yrs. 8 mos.	8.96	50 <sup>(15)</sup>	
	9% Dec. 15, 1983	5 yrs. 2 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> mos.	9.06	350	
	9 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> % Oct. 1, 2003	25 yrs.	9.50	450 <sup>(16)</sup>	
				<u>850</u>	425
Oct. 27	Treasury bills	364 days		175	150
Nov. 24	Treasury bills	364 days		175	150
Dec. 15	9 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> % Feb. 1, 1982	3 yrs. 1 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> mos.	9.98	125	
	9 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> % Feb. 1, 1984	5 yrs. 1 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> mos.	9.93	250	
	9 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> % Dec. 15, 2000	22 yrs.	9.89	625 <sup>(17)</sup>	
				<u>1,000</u>	550
Dec. 22	Treasury bills	364 days		175	150
Dec. 29					73 <sup>(18)</sup>
					<u>6<sup>(19)</sup></u>
	Total bonds			<u>5,750</u>	<u>2,350</u>
	Total treasury bills*			<u>2,250</u>	<u>1,395</u>
<b>Issues payable in foreign currencies - direct</b>					
Apr. 1	U.S. \$250 million 8% bonds due Apr. 1, 1983	5 yrs.	7.95	285	
	U.S. \$250 million 8.20% bonds due Oct. 1, 1985	7 yrs. 6 mos.	8.20	285	
	U.S. \$250 million 8 <sup>5</sup> / <sub>8</sub> % bonds due Apr. 1, 1998	20 yrs.	8.65	285	
				<u>855</u>	
Apr. 15					1 <sup>(20)</sup>
May 10	DM 500 million 5% notes due May 10, 1984 <sup>(21)</sup>	6 yrs.		272	
May 20	DM 600 million 4 <sup>3</sup> / <sub>4</sub> % notes due May 20, 1983 <sup>(21)</sup>	5 yrs.	4.86	314	
Oct. 15	U.S. \$400 million 9% bonds due Oct. 15, 1983	5 yrs.	9.00	467	
	U.S. \$350 million 9 <sup>1</sup> / <sub>4</sub> % bonds due Oct. 15, 1998	20 yrs.	9.25	408	
				<u>875</u>	1 <sup>(20)</sup>
	Total bonds			<u>2,316</u>	<u>2</u>

(Continued)



## (Continued)

\* Excludes three-month and six-month treasury bills which accounted for \$1,965 million of the net increase over the year in total securities outstanding.

(1) Maturity of 3<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% bonds issued January 1953 and May 1958.

(2) In addition to \$350 million 7<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% June 1, 1980 already outstanding.

(3) In addition to \$900 million 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% May 15, 1997 already outstanding; these bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created May 15, 1977.

(4) Cancellation of \$8.3 million 5<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% August 1, 1980 bonds, \$3.5 million 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% June 15, 1994 bonds, \$6.0 million 9<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% May 15, 1997 bonds, \$5.4 million 9% October 15, 1999 bonds, \$1.8 million 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% October 1, 2001 bonds and \$4.5 million 8<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% February 1, 2002 bonds by the Purchase Fund.

(5) In addition to \$350 million 8<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% February 1, 1983 already outstanding.

(6) In addition to \$599 million 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% October 1, 2001 already outstanding; these bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created October 1, 1976.

(7) In addition to \$700 million 8<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% June 1, 1981 already outstanding.

(8) In addition to \$822 million 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% October 1, 2001 already outstanding; these bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created October 1, 1976.

(9) In addition to \$775 million 8<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% June 1, 1981 already outstanding.

(10) In addition to \$275 million 8<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% May 15, 1983 already outstanding.

(11) In addition to \$1,172 million 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% October 1, 2001 already outstanding; these bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created October 1, 1976.

(12) In addition to \$900 million 8<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% June 1, 1981 already outstanding.

(13) In addition to \$700 million 8<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% May 15, 1983 already outstanding.

(14) Are eligible for purchase by the Purchase Fund created October 1, 1978.

(15) In addition to \$950 million 8<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% June 1, 1981 already outstanding.

(16) In addition to \$450 million 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% October 1, 2003 already outstanding; these bonds are eligible for purchase by the Purchase Fund created October 1, 1978.

(17) Are eligible for purchase by the Purchase Fund created January 1, 1979.

(18) Cancellation of \$5.4 million 5<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% August 1, 1980 bonds, \$14.7 million 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% June 15, 1994 bonds, \$18.0 million 9<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% May 15, 1997 bonds, \$10.9 million 9% October 15, 1999 bonds, \$15.3 million 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% October 1, 2001 bonds, \$4.5 million 8<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% February 1, 2002 bonds and \$4.5 million 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% October 1, 2003 bonds by the Purchase Fund.

(19) Cancellation of guaranteed debt by Purchase Funds.

(20) Partial redemption at par of U.S. pay 5% October 15, 1987 for Sinking Fund.

(21) Does not include the DM 400 million 4 yr. 5% fixed rate loan delivered on May 2, 1978, which raised \$218 million.

# BANK OF CANADA Statement of Income and Expense

Year Ended December 31, 1978  
(with comparative figures for 1977)

	1978	1977
	(thousands of dollars)	
<b>INCOME</b>		
Revenue from investments and other income		
After deducting interest of \$3,965 (\$5,442 in 1977) paid on deposits .....	<u>\$989,493</u>	<u>\$844,199</u>
<b>EXPENSE</b>		
Salaries <sup>(1)</sup> .....	\$ 24,823	\$ 21,358
Contributions to pension and insurance funds .....	3,328	2,799
Other staff expenses <sup>(2)</sup> .....	1,261	1,147
Directors' fees .....	43	38
Auditors' fees and expenses .....	173	175
Taxes – municipal and business .....	4,093	4,023
Bank note costs .....	15,243	14,043
Data processing and computer costs .....	2,619	2,233
Maintenance of premises and equipment – net <sup>(3)</sup> .....	4,560	4,387
Printing of publications .....	568	503
Other printing and stationery .....	1,099	791
Postage and express .....	666	552
Telecommunications .....	883	701
Travel and staff transfers .....	860	859
Other expenses .....	<u>673</u>	<u>710</u>
	60,892	54,319
Depreciation on buildings and equipment .....	<u>3,570</u>	<u>3,677</u>
	64,462	57,996
NET INCOME PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA .....	<u>925,031</u>	<u>786,203</u>
	<u>\$989,493</u>	<u>\$844,199</u>

(1) Salaries, including overtime, of bank staff other than those engaged in building maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time, and overtime work) was 1,787 in 1978 and 1,589 in 1977.

(2) Includes cafeteria expenses, retirement allowances, educational training costs and medical expenses.

(3) Includes all building maintenance costs (including staff costs) but net of rental income.

Certain of the expenses for 1977 have been reclassified in order to conform with the presentation adopted for 1978.

# BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1978  
(with comparative figures for 1977)

ASSETS	1978	1977
	(thousands of dollars)	
<b>Deposits payable in foreign currencies:</b>		
Pounds sterling and U.S.A. dollars .....	\$ 213,124	\$ 118,761
Other currencies .....	1,236	1,346
	<u>214,360</u>	<u>120,107</u>
<b>Advances to chartered and savings banks .....</b>	<u>—</u>	<u>40,500</u>
<b>Bills bought in open market, not including     treasury bills, at amortized values .....</b>	<u>21,606</u>	<u>13,669</u>
<b>Investments — at amortized values:</b>		
Treasury bills of Canada .....	3,489,436	2,418,345
Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years .....	3,362,414	3,467,585
Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years .....	5,071,828	4,339,219
Debentures issued by Industrial Development Bank .....	515,660	686,914
Securities issued by the United Kingdom and the United States of America .....	1,053,000	1,141,034
Other securities .....	<u>2,633</u>	<u>2,633</u>
	<u>13,494,971</u>	<u>12,055,730</u>
<b>Bank premises:</b>		
Land, buildings and equipment at cost less accumulated depreciation .....	<u>75,395</u>	<u>65,041</u>
<b>Cheques drawn on other banks .....</b>	<u>903,908</u>	<u>744,613</u>
<b>Accrued interest on investments .....</b>	<u>193,546</u>	<u>192,049</u>
<b>Net balance of Government of Canada collections     and payments in process of settlement .....</b>	<u>197,946</u>	<u>176,225</u>
<b>Other assets .....</b>	<u>3,910</u>	<u>8,486</u>
	<u>\$15,105,642</u>	<u>\$13,416,420</u>

<b>LIABILITIES</b>	<b>1978</b>	<b>1977</b>
	<b>(thousands of dollars)</b>	
<b>Capital paid up</b> .....	\$ 5,000	\$ 5,000
<b>Rest fund</b> .....	25,000	25,000
<b>Notes in circulation</b> .....	9,539,707	8,638,550
<b>Deposits:</b>		
Government of Canada .....	29,248	26,002
Chartered banks .....	4,291,793	3,704,549
Other deposits .....	92,494	130,924
	<u>4,413,535</u>	<u>3,861,475</u>
<b>Liabilities payable in foreign currencies:</b>		
Government of Canada .....	121,571	99,744
Other .....	153	153
	<u>121,724</u>	<u>99,897</u>
<b>Bank of Canada cheques outstanding</b> .....	987,356	780,447
<b>Other liabilities</b> .....	13,320	6,051
	<u>\$15,105,642</u>	<u>\$13,416,420</u>

Governor, **G. K. BOUEY**

Chief Accountant, **D. A. THOMPSON**

**Auditors' Report** We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1978 and the statement of income and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1978 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the attached summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.

**GÉRALD PRÉFONTAINE, C.A.**  
du cabinet Normandin, Séguin & Associés

**M. A. MACKENZIE, F.C.A.**  
of the firm Clarkson, Gordon & Co.

Ottawa, Canada, January 19, 1979



## **BANK OF CANADA   Financial Statements December 31, 1978**

### **Summary of Significant Accounting Policies**

---

The financial statements have been prepared within the framework of the accounting policies summarized below.

#### **a. Form of Presentation**

The form of the statement of assets and liabilities meets the requirements of the Bank of Canada Act.

#### **b. Revenues and Expenses**

Revenues and expenses have been accounted for on the accrual basis.

#### **c. Investments and Bills**

In accordance with the requirements of the Bank of Canada Act, these assets have been recorded at their cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition have been included in income.

#### **d. Translation of Foreign Currencies**

Assets and liabilities in foreign currencies have been translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end.

#### **e. Depreciation**

Depreciation has been recorded at the following annual rates applied on the declining balance method:

Buildings	5%
Equipment	20%

## Board of Directors

---

G. K. BOUEY	OTTAWA Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. CAMPBELL	CALGARY, ALTA.
W. DODGE	OTTAWA, ONT.
S. KANEE	WINNIPEG, MAN.
S. G. LAKE	RAMEA, NFLD.
A. A. LEBOUTHILLIER	CARAQUET, N.B.
J. W. E. MINGO, Q.C.	HALIFAX, N.S.
J. H. POTTS, Q.C.	TORONTO, ONT.
M <sup>ME</sup> Y. LEFEBVRE-RICHARD	MONTREAL, QUE.
D. A. SMITH	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
J. A. STACK	SASKATOON, SASK. <i>Member of the Executive Committee</i>
J. TASCHEREAU	QUEBEC, QUE. <i>Member of the Executive Committee</i>
A. WALTON	VANCOUVER, B.C.

### **Ex-officio**

DR. WM. C. HOOD	OTTAWA Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>
-----------------	--

# Principal Officers

---

G. K. BOUEY, *Governor*  
R. W. LAWSON, *Senior Deputy Governor*

G. E. FREEMAN, *Deputy Governor*  
\*B. J. DRABBLE, *Deputy Governor*  
\*\*J. N. R. WILSON, *Adviser*  
W. A. MCKAY, *Adviser*  
SERGE VACHON, *Associate Adviser*

ALAIN JUBINVILLE, *Deputy Governor*  
D. J. R. HUMPHREYS, *Deputy Governor*  
JACQUES BUSSIÈRES, *Adviser*  
D. B. BAIN, *Associate Adviser*  
J. S. ROBERTS, *Secretary*

\*On leave of absence as an Executive Director of the International Monetary Fund

\*\*On leave of absence

## Securities Department

D. G. M. BENNETT, *Chief*

F. FAURE, *Deputy Chief*

V. O'REGAN, *Securities Adviser*

## Research Department

J. W. CROW, *Chief*

W. R. WHITE, *Deputy Chief*

## Department of Monetary and Financial Analysis

G. G. THIESSEN, *Chief*

C. FREEDMAN, *Deputy Chief*

G. W. KING, *Research Adviser*

## International Department

J. E. H. CONDER, *Chief*

A. C. LAMB, *Chief, Foreign Exchange Operations*

## Department of Banking Operations

R. E. ROBERTSON, *Chief*

T. D. MACKAY, *Adviser, Banking Operations*

S. V. SUGGETT, *Adviser, Currency Research*

## Public Debt Department

J. M. ANDREWS, *Chief*

J. M. MCCORMACK, *Deputy Chief*

## Secretary's Department

J. S. ROBERTS, *Secretary*

S. L. HARRIS, *Deputy Secretary*

## Computer Services Department

EDITH M. WHYTE, *Chief*

E. W. CHINN, *Deputy Chief*

## Department of Personnel Administration

R. L. FLETT, *Chief*

H. A. D. SCOTT, *Personnel Adviser*

## Department of Administrative Services

R. H. OSBORNE, *Chief*

## Comptroller's Department

D. A. THOMPSON, *Comptroller and Chief Accountant*

## Audit Department

J. M. E. MORIN, *Auditor*

M. MUZYKA, *Deputy Auditor*

## Regional Representatives and Agencies

---

### Securities Department

TORONTO	J. T. BAXTER, <i>Chief, Toronto Division</i>
MONTREAL	J. CLÉMENT, <i>Chief, Montreal Division</i>
VANCOUVER	P. E. DEMERSE, <i>Representative</i>
EDMONTON	A. G. KEITH, <i>Representative</i>

### International Department

TORONTO	R. F. S. JARRETT, <i>Foreign Exchange Adviser</i>
MONTREAL	G. HOOJA, <i>Foreign Exchange Officer</i>

### Department of Banking Operations

HALIFAX	E. L. JOHNSON, <i>Agent</i>
SAINT JOHN, N.B.	R. E. BURGESS, <i>Agent</i>
MONTREAL	R. MARCOTTE, <i>Agent</i>
	R. DUPONT, <i>Assistant Agent</i>
OTTAWA	C. A. ST. LOUIS, <i>Agent</i>
TORONTO	K. W. KAINE, <i>Agent</i>
	P. KOPPE, <i>Assistant Agent</i>
WINNIPEG	A. H. POTTER, <i>Agent</i>
REGINA	G. H. SMITH, <i>Agent</i>
CALGARY	H. PROWSE, <i>Agent</i>
VANCOUVER	D. G. WARNER, <i>Agent</i>







**Département des Valeurs**

TORONTO J. T. BAXTER, Chef, Bureau de Toronto  
 MONTRÉAL J. CLÉMENT, Chef, Bureau de Montréal  
 VANCOUVER P. E. DEMERSE, Représentant  
 EDMONTON A. G. KEITH, Représentant

**Département des Relations internationales**

TORONTO R. F. S. JARRETT, Cambiste-conseil  
 MONTRÉAL G. HOOJA, Cambiste

**Département des Opérations bancaires**

HALIFAX E. L. JOHNSON, Agent  
 SAINT-JEAN (N.-B.) R. E. BURGESS, Agent  
 MONTRÉAL R. MARCOTTE, Agent  
 OTTAWA C. A. ST. LOUIS, Agent  
 TORONTO K. W. KATNE, Agent  
 P. KOPPE, Agent adjoint  
 WINNIPEG A. H. POTTER, Agent  
 REGINA G. H. SMITH, Agent  
 CALGARY H. PROWSE, Agent  
 VANCOUVER D. C. WARNER, Agent

G. K. BOUEY, Gouverneur  
R. W. LAWSON, Premier sous-gouverneur

C. E. FREEMAN, Sous-gouverneur  
\*B. J. DRABBLE, Sous-gouverneur  
\*\*J. N. R. WILSON, Conseiller  
W. A. MCKAY, Conseiller  
SERGE VACHON, Conseiller associé  
\*Détaché au Fonds monétaire international en qualité d'Administrateur  
\*\*En congé

**Département des Valeurs**

D. G. M. BENNETT, Chef

F. FAURE, Sous-chef

**Département des Recherches**

J. W. CROW, Chef

W. R. WHITE, Sous-chef

**Département des Etudes monétaires et financières**

G. G. THIESSEN, Chef

C. FREEDMAN, Sous-chef

**Département des Relations internationales**

J. E. H. CONDER, Chef

A. C. LAMB, Chef de la Section des opérations sur devises

**Département des Opérations bancaires**

R. E. ROBERTSON, Chef

T. D. MACKAY, Conseiller, Opérations bancaires

**Département de la Dette publique**

J. M. ANDREWS, Chef

J. M. MCCORMACK, Sous-chef

**Secrétariat**

J. S. ROBERTS, Secrétaire

S. L. HARRIS, Sous-secrétaire

**Département d'Informatique**

EDITH M. WHITE, Chef

E. W. CHINN, Sous-chef

**Direction du Personnel**

R. L. FLETT, Chef

H. A. D. SCOTT, Conseiller en personnel

**Département des Services administratifs**

R. H. OSBORNE, Chef

**Département de Contrôle**

D. A. THOMPSON, Contrôleur et Chef de la comptabilité

**Département de la Vérification**

J. M. E. MORIN, Vérificateur

M. MUZYKA, Sous-vérificateur



G. K. BOUEY  
OTTAWA  
Gouverneur  
*Membre du Comité de direction*

R. W. LAWSON  
OTTAWA  
Premier sous-gouverneur  
*Membre du Comité de direction*

R. W. CAMPBELL  
CALGARY (ALBERTA)

W. DODGE  
OTTAWA (ONTARIO)

S. KANEE  
WINNIPEG (MANITOBA)

S. G. LAKE  
RAMEA (TERRE-NEUVE)

A. A. LEBOUTHILLIER  
CARAQUET (NOUVEAU-BRUNSWICK)

J. W. E. MINGO, C.R.  
HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE)

J. H. POTTS, C.R.  
TORONTO (ONTARIO)

M<sup>ME</sup> Y. LEFEBVRE-RICHARD  
MONTREAL (QUEBEC)

D. A. SMITH  
CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)

J. A. STACK  
SASKATOON (SASKATCHEWAN)

*Membre du Comité de direction*

J. TASCHEREAU  
QUEBEC (QUEBEC)

*Membre du Comité de direction*

A. WALTON  
VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)

## Membre d'office

W<sup>M</sup> C. HOOD  
OTTAWA  
Sous-ministre des Finances  
*Membre du Comité de direction*

Ces états financiers ont été dressés dans le cadre des conventions comptables énumérées ci-dessous.

**a) Forme de présentation**

La présentation de l'état de l'actif et du passif satisfait aux exigences de la Loi sur la Banque du Canada.

**b) Revenus et dépenses**

Les revenus et dépenses ont été comptabilisés selon la méthode d'exercice.

**c) Portefeuille-titres et autres effets**

Conformément aux prescriptions de la Loi sur la Banque du Canada, ces titres ont été inscrits au prix coûtant ajusté de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur disposition de ces titres ont été imputés aux revenus.

**d) Conversion des devises étrangères**

Les éléments d'actif et de passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux du change en vigueur à la fin de l'année.

**e) Amortissement des immobilisations**

L'amortissement a été inscrit selon la méthode d'amortissement dégressif aux taux annuels suivants:

Bâtiments	5%
Équipement	20%

Ottawa, Canada, le 19 janvier 1979

du cabinet Normandin, Séguin & Associés

**GÉRALD PRÉFONTAINE, C.A.**

**M. A. MACKENZIE, F.C.A.**

of the firm Clarkson, Gordon & Co.

**Rapport des vérificateurs**

Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1978 ainsi que l'état des revenus et dépenses pour l'exercice clos à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues et a comporté par conséquent les sondages et autres procédés que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

A notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1978 ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice clos à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

Le Gouverneur, **C. K. BOUEY**

Le Comptable en Chef, **D. A. THOMPSON**

		1978	1977
<b>PASSIF</b>			
Capital versé	.....	\$ 5,000	\$ 5,000
Fonds de réserve	.....	25,000	25,000
Billets en circulation	.....	9,539,707	8,638,550
Dépôts:			
Gouvernement du Canada	.....	29,248	26,002
Banques à charte	.....	4,291,793	3,704,549
Autres dépôts	.....	92,494	130,924
		4,413,535	3,861,475
Passif payable en devises étrangères:			
Gouvernement du Canada	.....	121,571	99,744
Autres	.....	153	153
		121,724	99,897
Chèques de la Banque du Canada non compensés	.....	987,356	780,447
Autres éléments de passif	.....	13,320	6,051
		\$15,105,642	\$13,416,420

(en milliers de dollars)

# BANQUE DU CANADA Etat de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1978

(avec chiffres comparatifs pour 1977)

## ACTIF

(en milliers de dollars)

1978 1977

### Dépôts payables en devises étrangères:

Livres sterling et dollars des Etats-Unis d'Amérique . . . . . \$ 213,124

Autres devises . . . . . 1,236

214,360

### Avances aux banques à charte et banques d'épargne . . . . .

Effets achetés sur le marché libre,

bons du Trésor exceptés, à la valeur amortie . . . . . 21,606

### Portefeuille-titres, à la valeur amortie:

Bons du Trésor du Canada . . . . . 3,489,436

Autres titres émis ou garantis par le Canada,

échéances dans les trois ans . . . . . 3,362,414

Autres titres émis ou garantis par le Canada,

échéances à plus de trois ans . . . . . 5,071,828

Débitures émises par la Banque d'expansion industrielle . . . . . 515,660

Titres émis par le Royaume-Uni et par les

Etats-Unis d'Amérique . . . . . 1,053,000

Autres titres . . . . . 2,633

13,494,971

### Immobilisations:

Terrains, bâtiments et équipement, au prix coûtant,

moins amortissement accumulé . . . . . 75,395

### Chèques tirés sur autres banques . . . . .

903,908

### Intérêts courus sur placements . . . . .

193,546

### Solde des recouvrements et des paiements pour le

Gouvernement du Canada, en cours de règlement . . . . . 197,946

### Autres éléments d'actif . . . . .

3,910

\$15,105,642

\$13,416,420



# BANQUE DU CANADA    Etat des revenus et dépenses

Exercice clos le 31 décembre 1978  
(avec chiffres comparatifs pour 1977)

1978	1977	(en milliers de dollars)
24,823	21,358	\$
3,328	2,799	
1,261	1,147	
43	38	
173	175	
4,093	4,023	
15,243	14,043	
2,619	2,233	
4,560	4,387	
568	503	
1,099	791	
666	552	
883	701	
860	859	
673	710	
60,892	54,319	
3,570	3,677	
64,462	57,996	
925,031	786,203	
\$989,493	\$844,199	

## REVENUS

Revenus du portefeuille-titres et autres revenus après déduction des intérêts de \$3,965 (\$5,442 en 1977) payés sur les dépôts . . .

## DÉPENSES

Traitements (incluant les heures supplémentaires)<sup>(1)</sup> . . . \$ 24,823

Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel . . . 3,328

Autres frais de personnel<sup>(2)</sup> . . . 1,261

Honoraires des administrateurs . . . 43

Honoraires et frais des vérificateurs . . . 173

Impôts municipaux et taxes d'affaires . . . 4,093

Coût des billets de banque . . . 15,243

Informatique . . . 2,619

Entretien des immeubles et de l'équipement - montant net<sup>(3)</sup> . . . 4,560

Impression des publications . . . 568

Autres travaux d'impression et fournitures de bureau . . . 1,099

Postes et messageries . . . 666

Télécommunications . . . 883

Déplacements et mutations . . . 860

Autres dépenses . . . 673

## RECEVEUR GENERAL DU CANADA

### REVENU NET VERSE AU COMPTE DU

Amortissement des bâtiments et de l'équipement . . . 3,570

64,462

57,996

3,677

786,203

\$844,199

(1) Comprend les traitements ainsi que les indemnités de temps supplémentaire versées aux employés autres que ceux qui sont affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-hommes utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 1,787 en 1978 et de 1,589 en 1977.  
(2) Comprend les frais de fonctionnement des cafétérias, les gratifications de départ à la retraite ainsi que les dépenses au titre de la formation professionnelle et des services médicaux.  
(3) Frais d'entretien des immeubles et salaires des employés affectés à l'entretien, déduction faite des loyers perçus.  
Certaines dépenses de l'année 1977 ont été redistribuées conformément à la classification adoptée pour 1978.

(Suite)

Date	Désignation	Échéance	Rendement	En millions de dollars,	à l'échéance	livraisons	Remboursements
en 1978	des emprunts	Échéance		En millions de dollars,	à l'échéance	valeurs nominale	
15 oct.	\$E.-U. 400 millions	d'obligations à 9%, échéance 15 oct. 1983	5 ans	9.00	467		
		\$E.-U. 350 millions					
		d'obligations à 9 1/4%, échéance 15	20 ans	9.25	408	875	1 (20)
		Ensemble des titres			2 316		2

\* À l'exclusion des bons du Trésor à 3 et à 6 mois, dont la part dans l'augmentation nette de l'encours total des titres pour l'année est de 1 965 millions de dollars.

(1) Échéance d'obligations 3 3/4% émises en janvier 1953 et en mai 1958.

(2) En plus des 350 millions de dollars d'obligations 7 1/4% 1<sup>er</sup> juin 1980 déjà en circulation.

(3) En plus des 900 millions de dollars d'obligations 9 1/4% 15 mai 1997 déjà en circulation; ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 mai 1977.

(4) Annulation de 8.3 millions de dollars d'obligations 5 1/2% 1<sup>er</sup> août 1980; de 3.5 millions d'obligations 9 1/4% 15 juin 1994; de 6.0 millions d'obligations 9 1/4% 15 mai 1997; de 5.4 millions d'obligations 9% 15 octobre 1999; de 1.8 million d'obligations 9 1/2% 1<sup>er</sup> octobre 2001 et de 4.5 millions d'obligations 8 1/4% 1<sup>er</sup> février 2002 détenues par le fonds de rachat.

(5) En plus des 350 millions de dollars d'obligations 8 1/4% 1<sup>er</sup> février 1983 déjà en circulation.

(6) En plus des 599 millions de dollars d'obligations 9 1/2% 1<sup>er</sup> octobre 2001 déjà en circulation; ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 1<sup>er</sup> octobre 1976.

(7) En plus des 700 millions de dollars d'obligations 8 3/4% 1<sup>er</sup> juin 1981 déjà en circulation.

(8) En plus des 822 millions de dollars d'obligations 9 1/2% 1<sup>er</sup> octobre 2001 déjà en circulation; ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 1<sup>er</sup> octobre 1976.

(9) En plus des 775 millions de dollars d'obligations 8 3/4% 1<sup>er</sup> juin 1981 déjà en circulation.

(10) En plus des 275 millions de dollars d'obligations 8 3/4% 15 mai 1983 déjà en circulation.

(11) En plus des 1 172 millions de dollars d'obligations 9 1/2% 1<sup>er</sup> octobre 2001 déjà en circulation; ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 1<sup>er</sup> octobre 1976.

(12) En plus des 900 millions de dollars d'obligations 8 3/4% 1<sup>er</sup> juin 1981 déjà en circulation.

(13) En plus des 700 millions de dollars d'obligations 8 3/4% 15 mai 1983 déjà en circulation.

(14) Admissibles au fonds de rachat créé le 1<sup>er</sup> octobre 1978.

(15) En plus des 950 millions de dollars d'obligations 8 3/4% 1<sup>er</sup> juin 1981 déjà en circulation.

(16) En plus des 450 millions de dollars d'obligations 9 1/2% 1<sup>er</sup> octobre 2003 déjà en circulation; ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 1<sup>er</sup> octobre 1978.

(17) Admissibles au fonds de rachat créé le 1<sup>er</sup> janvier 1979.

(18) Annulation de 5.4 millions de dollars d'obligations 5 1/2% 1<sup>er</sup> août 1980; de 14.7 millions d'obligations 9 1/4% 15 juin 1994; de 18.0 millions d'obligations 9 1/4% 15 mai 1997; de 10.9 millions d'obligations 9% 15 octobre 1999; de 15.3 millions d'obligations 9 1/2% 1<sup>er</sup> octobre 2001; de 4.5 millions d'obligations 8 3/4% 1<sup>er</sup> février 2002 et de 4.5 millions d'obligations 9 1/4% 1<sup>er</sup> octobre 2003 détenues par le fonds de rachat.

(19) Annulation de titres garantis détenus par les fonds de rachat.

(20) Rachat partiel d'obligations en dollars E.-U. 5% 15 octobre 1987 effectué au pair par le fonds d'amortissement.

(21) À l'exclusion des 400 millions de deuteschmarks d'obligations à 4 ans au taux fixe de 5% livrées le 2 mai 1978; cet emprunt a rapporté 218 millions de dollars.

Date en 1978	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	Livraisons En millions de dollars, valeur nominale	Remboursements
--------------	--------------------------	----------	------------------------	--	----------------

1 <sup>er</sup> oct.	8 3/4% 1 <sup>er</sup> juin 1981	2 ans 8 mois	8.96	50 <sup>(15)</sup>	
	9% 15 déc. 1983	5 ans 2 1/2 mois	9.06	350	
	9 1/2% 1 <sup>er</sup> oct. 2003	25 ans	9.50	450 <sup>(16)</sup>	
27 oct.	Bons du Trésor	364 jours		850	425
24 nov.	Bons du Trésor	364 jours		175	150
15 déc.	9 3/4% 1 <sup>er</sup> févr. 1982	3 ans 1 1/2 mois	9.98	125	150
	9 3/4% 1 <sup>er</sup> févr. 1984	5 ans 1 1/2 mois	9.93	250	
	9 3/4% 15 déc. 2000	22 ans	9.89	625 <sup>(17)</sup>	
22 déc.	Bons du Trésor	364 jours		1 000	550
29 déc.				175	

Ensemble des obligations	5 750	2 350
Ensemble des bons du Trésor*	2 250	1 395

### Titres en monnaies étrangères émis par le gouvernement

1 <sup>er</sup> avril	\$E.-U. 250 millions				
	d'obligations à 8%,				
	échéance 1 <sup>er</sup> avril 1983	5 ans	7.95	285	
	\$E.-U. 250 millions				
	d'obligations à 8.20%,				
	échéance 1 <sup>er</sup>				
	octobre 1985	7 ans 6 mois	8.20	285	
	\$E.-U. 250 millions				
	d'obligations à 8 5/8%,				
	échéance 1 <sup>er</sup> avril 1998	20 ans	8.65	285	

855  
285

1<sup>(20)</sup>

# ANNEXE TABLEAU IV

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien\* : émissions et remboursements

Date	Désignation	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	Remboursement
------	-------------	----------	------------------------	---	---------------

15 janv.	Bons du Trésor	364 jours	7.95	125 <sup>(2)</sup>	150
20 janv.	Bons du Trésor	2 ans 4 mois	8.50	350	356
1 <sup>er</sup> févr.	Bons du Trésor	5 ans	8.86	125	900
3 févr.	Bons du Trésor	10 ans	9.47	300 <sup>(3)</sup>	356
17 févr.	Bons du Trésor	19 ans 3½ mois			275
17 mars	Bons du Trésor	364 jours			175
28 mars	Bons du Trésor	364 jours			175
1 <sup>er</sup> avril	Bons du Trésor	3 ans	8.38	100	29 <sup>(4)</sup>
14 avril	Bons du Trésor	4 ans 10 mois	8.70	225 <sup>(5)</sup>	3
5 mai	Bons du Trésor	23 ans 6 mois	9.50	225 <sup>(6)</sup>	3
12 mai	Bons du Trésor	363 jours		550	325
15 mai	Bons du Trésor	364 jours	8.75	175	
1 <sup>er</sup> juin	Bons du Trésor	3 ans ½ mois	8.94	275 <sup>(7)</sup>	
9 juin	Bons du Trésor	5 ans	8.94	275	
1 <sup>er</sup> juillet	Bons du Trésor	23 ans 4½ mois	9.50	350 <sup>(8)</sup>	
7 juillet	Bons du Trésor	364 jours		700	700
4 août	Bons du Trésor	2 ans 11 mois	8.78	125 <sup>(9)</sup>	115
15 août	Bons du Trésor	2 ans 9½ mois	8.78	50 <sup>(12)</sup>	
1 <sup>er</sup> sept.	Bons du Trésor	364 jours		175	
29 sept.	Bons du Trésor	364 jours		175	
52					



# en et sur acceptations bancaires

Opérations nettes* avec le gouvernement ou d'autres clients		Portefeuilles du gouvernement et des autres clients		Variations nettes des avoirs en titres du gouvernement et en acceptations bancaires	
Bons	Obligations	Bons	Obligations	Bons	Obligations
Souscriptions lors de l'émission moins remboursements à l'échéance				Acceptations bancaires	Total

+ 60.0	- 37.1	- 520.9	- 12.2	- 359.3	- 10.2	- 0.2	- 369.7	+ 705.0	+ 268.9	+ 315.7	- 608.1	- 213.8	+ 928.0	+ 701.4	- 100.7	+ 1 031.4	- 1 107.2	+ 197.4	+ 1 748.3
+ 342.9	+ 197.6	- 77.7	- 25.0	+ 523.5	+ 188.3	- 6.8	+ 705.0	+ 342.7	- 67.1	+ 121.0	+ 194.7	- 4.2	+ 928.0	+ 701.4	- 100.7	+ 1 031.4	- 1 107.2	+ 197.4	+ 1 748.3
+ 499.1	-	- 220.0	- 47.8	+ 342.7	- 67.1	- 6.7	+ 268.9	+ 342.7	- 67.1	+ 121.0	+ 194.7	- 4.2	+ 928.0	+ 701.4	- 100.7	+ 1 031.4	- 1 107.2	+ 197.4	+ 1 748.3
+ 154.2	+ 200.0	- 163.1	- 5.3	+ 121.0	+ 194.7	-	+ 315.7	+ 154.2	+ 200.0	- 163.1	- 5.3	- 4.2	+ 928.0	+ 701.4	- 100.7	+ 1 031.4	- 1 107.2	+ 197.4	+ 1 748.3
- 225.3	+ 200.0	- 310.6	- 0.3	- 852.3	+ 240.0	+ 4.2	- 608.1	- 225.3	+ 200.0	- 310.6	- 0.3	- 4.2	+ 928.0	+ 701.4	- 100.7	+ 1 031.4	- 1 107.2	+ 197.4	+ 1 748.3
- 13.1	-	- 238.2	+ 8.4	- 177.7	- 31.9	- 4.2	- 213.8	- 13.1	-	- 238.2	+ 8.4	- 4.2	- 213.8	- 100.7	- 100.7	+ 1 031.4	- 1 107.2	+ 197.4	+ 1 748.3
+ 82.9	+ 17.3	- 93.8	- 17.9	+ 879.7	+ 23.5	+ 24.8	+ 928.0	+ 82.9	+ 17.3	- 93.8	- 17.9	+ 24.8	+ 928.0	+ 701.4	- 100.7	+ 1 031.4	- 1 107.2	+ 197.4	+ 1 748.3
+ 195.9	+ 225.0	- 187.2	- 37.6	+ 562.9	+ 163.3	- 24.8	+ 701.4	+ 195.9	+ 225.0	- 187.2	- 37.6	- 24.8	+ 701.4	- 100.7	- 100.7	+ 1 031.4	- 1 107.2	+ 197.4	+ 1 748.3
- 17.0	-	- 484.5	+ 9.8	- 110.5	+ 9.8	-	- 100.7	- 17.0	-	- 484.5	+ 9.8	-	- 100.7	- 100.7	- 100.7	+ 1 031.4	- 1 107.2	+ 197.4	+ 1 748.3
+ 95.4	+ 86.1	- 1.7	+ 19.6	+ 978.8	+ 52.6	-	+ 1 031.4	+ 95.4	+ 86.1	- 1.7	+ 19.6	-	+ 928.0	+ 701.4	- 100.7	+ 1 031.4	- 1 107.2	+ 197.4	+ 1 748.3
+ 339.3	-	- 377.6	+ 1.9	- 1 109.1	+ 1.9	-	- 1 107.2	+ 339.3	-	- 377.6	+ 1.9	-	+ 928.0	+ 701.4	- 100.7	+ 1 031.4	- 1 107.2	+ 197.4	+ 1 748.3
+ 380.9	- 69.2	- 350.1	- 61.1	+ 306.0	- 130.3	+ 21.7	+ 197.4	+ 380.9	- 69.2	- 350.1	- 61.1	+ 21.7	+ 197.4	- 100.7	- 100.7	+ 1 031.4	- 1 107.2	+ 197.4	+ 1 748.3
+ 1 895.2	+ 819.7	- 3 025.4	- 167.5	+ 1 105.7	+ 634.6	+ 8.0	+ 1 748.3	+ 1 895.2	+ 819.7	- 3 025.4	- 167.5	+ 8.0	+ 1 748.3	- 100.7	- 100.7	+ 1 031.4	- 1 107.2	+ 197.4	+ 1 748.3
- 55.0	-	- 204.0	+ 21.8	+ 191.7	- 143.6	- 17.7	+ 30.4	- 55.0	-	- 204.0	+ 21.8	- 17.7	+ 30.4	- 100.7	- 100.7	+ 1 031.4	- 1 107.2	+ 197.4	+ 1 748.3

## Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement

Opérations nettes\* avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques

Bons du Trésor	Obligations <sup>(1)</sup>	Plus de 10 ans	10 ans	5 ans	moins de 3 ans ou 3 à 5 ans	Acceptations bancaires <sup>(2)</sup>	Ensemble des postes précédents	Titres pris en pension
----------------	----------------------------	----------------	--------	-------	-----------------------------	---------------------------------------	--------------------------------	------------------------

\* Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe (—) le contraire.  
(1) Ventilation d'après le nombre d'années à court, à compter de la date de l'opération.  
(2) Y compris les acceptations bancaires arrivant à échéance.

Montant cumulé des réserves excédentaires	Coefficient moyen des réserves excédentaires	Encours des avances aux banques à charte et des pensions	Encours moyen <sup>(1)</sup>	Avances	Pensions
la période	excédents pour	Avances	Nombre de jours	Pensions	Pensions

495	.064	1	5	6.7	32.6
303	.030	1	10	0.0	64.6
203	.021	1	9	0.5	108.1
374	.047	1	6	6.7	69.2
373	.039	-	7	-	75.7
556	.058	1	2	0.1	13.7
303	.034	-	3	-	29.6
409	.047	1	4	1.5	4.8
223	.023	3	5	2.5	48.4
334	.034	2	9	6.0	99.5
340	.035	1	7	1.8	68.1
288	.029	1	7	4.7	32.4
348	.042	2	7	9.4	102.4
470	.046	3	10	13.5	178.1
410	.041	2	11	3.0	188.4
736	.067	1	3	0.8	24.2
486	.052	-	2	-	22.0
410	.044	1	7	4.4	96.0
411	.048	5	7	5.2	83.1
1 352	.118	-	8	-	93.5
1 005	.105	-	3	-	16.6
646	.061	1	2	3.8	3.8
340	.031	1	5	3.8	81.2
427	.054	-	4	-	17.0
624	.062	2	7	1.0	83.1
610	.050	1	11	3.3	121.3
309	.028	1	8	3.6	102.8

# ANNEXE TABLEAU II

## Réserve-encaisse des banques à charte

En millions de dollars, sauf indication contraire

Montant minimum requis:	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada	Minimum requis de la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables de la période
-------------------------------	--	--	--	---

1978	Janvier	1-15	5 005	1 186	3 819	3 874	9
	Février	1-15	5 096	1 423	3 673	3 691	11
	Mars	1-15	4 988	1 198	3 790	3 824	11
	Avril	1-15	5 026	1 165	3 861	3 891	10
	Mai	1-15	5 037	1 182	3 855	3 876	11
	Juin	1-15	5 112	1 214	3 898	3 929	11
	Juillet	1-15	5 148	1 229	3 920	3 958	9
	Août	1-15	5 282	1 273	4 009	4 046	11
	Septembre	1-15	5 274	1 274	3 999	4 048	10
	Octobre	1-15	5 384	1 278	4 106	4 152	9
	Novembre	1-15	5 506	1 293	4 212	4 313	10
	Décembre	1-15	5 561	1 283	4 278	4 309	11
1979	Janvier*	1-15	5 817	1 305	4 513	4 575	10
	Février*	1-15	5 792	1 503	4 289	4 317	11

\* Chiffres provisoires.

(1) Pour obtenir les chiffres de ces deux colonnes, on a divisé la somme des avances aux banques et des prises en pension effectuées avec les négociants du marché monétaire au cours de chaque période par le nombre de jours ouvrables compris dans la période.



# ANNEXE TABLEAU 1

## Evolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles - En millions de dollars

	Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets étrangers	Titres de la Banque d'expansion industrielle (montant net)	Autres éléments de l'actif	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens Banques à charte Gouvernement canadien Autres
1978						
Janvier	- 366	- 10	- 41	- 116	- 623	+ 136
Février	+ 694	- 416	-	- 331	- 8	- 36
Mars	+ 270	- 350	-	+ 149	- 14	+ 40
Avril	+ 311	+ 68	- 38	- 193	+ 60	+ 38
Mai	- 598	+ 666	-	+ 241	+ 319	+ 55
Juin	- 213	+ 255	-	+ 279	+ 198	+ 100
Juillet	+ 893	- 664	- 42	- 148	+ 74	- 53
Août	+ 727	- 604	-	- 36	+ 33	+ 85
Septembre	- 106	- 15	-	+ 396	- 26	- 6
Octobre	+ 1 013	+ 1 357	- 50	- 1 857	+ 149	+ 146
Novembre	- 1 095	- 692	-	+ 1 387	+ 34	+ 101
Décembre	+ 169	+ 411	-	+ 148	+ 705	- 18
Total	+ 1 699	+ 6	- 171	- 81	+ 901	+ 588
1979						
Janvier	+ 53	- 510	- 42	- 90	- 809	+ 256
						- 23
						- 13



## Tableaux en annexe

augmentée de 1 milliard de dollars E.-U., passant de 1,5 milliard à 2,5 milliards. En octobre, la durée de l'entente a été prolongée de sept à huit ans; la commission d'engagement sur la tranche non utilisée du crédit a été réduite à  $\frac{1}{4}\%$  l'an, et enfin la marge ajoutée au taux offert sur le marché des dépôts interbancaires à terme à Londres (London Interbank Offered Rates - LIBOR) a été réduite à  $\frac{1}{2}\%$  l'an pour les tirages effectués à partir de cette date.

Un accord portant sur une ligne de crédit renouvelable en dollars E.-U., d'une durée de huit ans a été conclu le 23 juin entre le gouvernement canadien et un consortium de banques américaines et d'autres banques étrangères. En vertu de cette ligne de crédit, le Canada peut emprunter à son gré jusqu'à 3 milliards de dollars E.-U. au cours des quatre premières années; la ligne de crédit sera ensuite réduite par étapes successives jusqu'à 1 milliard de dollars E.-U. à la huitième année. Comme pour la ligne de crédit accordée par les banques canadiennes, le gouvernement peut à tout moment et sans pénalité annuler la totalité ou une partie de la tranche non utilisée. Le taux d'intérêt applicable aux tirages est la moyenne des taux préférentiels d'un échantillon représentatif de banques américaines, lequel sera majoré de  $\frac{1}{4}\%$  l'an durant les quatre dernières années de l'entente. Le gouvernement paie une commission d'engagement de  $\frac{1}{4}\%$  l'an sur la tranche non utilisée du crédit. Quand le gouvernement effectue un tirage, il paie sur le montant tiré une commission supplémentaire de  $\frac{1}{4}\%$  l'an cal-

annuel de  $\frac{3}{8}\%$ .

culée sur la période qui est comprise entre la date d'anniversaire de l'entente et la date du tirage et au cours de laquelle ce montant n'avait pas été tiré. Ainsi, la commission supplémentaire de  $\frac{1}{4}\%$  ne s'applique pas à un tirage effectué à la date d'anniversaire de l'entente.

Au début de 1979, le gouvernement canadien a annoncé son intention d'emprunter sur les marchés de capitaux du Japon et de la Suisse. Le premier emprunt de cette série portait sur un montant total de 100 milliards de yens répartis comme suit: 30 milliards de yens, sous forme de renouvelable en dollars E.-U., d'une durée de huit ans a été conclu le 23 juin entre le gouvernement canadien et un consortium de banques américaines et d'autres banques étrangères. En vertu de cette ligne de crédit, le Canada peut emprunter à son gré jusqu'à 3 milliards de dollars E.-U. au cours des quatre premières années; la ligne de crédit sera ensuite réduite par étapes successives jusqu'à 1 milliard de dollars E.-U. à la huitième année. Comme pour la ligne de crédit accordée par les banques canadiennes, le gouvernement peut à tout moment et sans pénalité annuler la totalité ou une partie de la tranche non utilisée. Le taux d'intérêt applicable aux tirages est la moyenne des taux préférentiels d'un échantillon représentatif de banques américaines, lequel sera majoré de  $\frac{1}{4}\%$  l'an durant les quatre dernières années de l'entente. Le gouvernement paie une commission d'engagement de  $\frac{1}{4}\%$  l'an sur la tranche non utilisée du crédit. Quand le gouvernement effectue un tirage, il paie sur le montant tiré une commission supplémentaire de  $\frac{1}{4}\%$  l'an sur la tranche non utilisée du crédit. Lorsque le gouvernement canadien négocie des obligations d'émission publiques d'obligations négociables du gouvernement canadien assorties d'un intérêt



émissions et par le paiement des intérêts et bonis liés à ces émissions. Les modalités de l'émission de 1978-1979, annoncées le 11 septembre, stipulaient que le taux de rendement annuel moyen à l'échéance, dans sept ans, serait de 8,90% soit 8½% pour la première année et 9% pour chacune des six années restantes. Les taux d'intérêt américains et canadiens ayant progressé vivement au cours des deux mois suivants, le taux de rendement de la nouvelle émission a été relevé à deux reprises et porté à 9½%. La limite d'achat par souscripteur est passée de 30 000 à 50 000 dollars, et la période pendant laquelle un acheteur pouvait souscrire aux obligations sans devoir payer l'intérêt couru a été prolongée jusqu'au 22 novembre. Les ventes brutes d'obligations de cette émission avaient atteint, au dernier trimestre de l'année, le montant record de 7 407 millions de dollars. Compte tenu des remboursements effectués, l'accroissement de l'encours des obligations d'épargne s'établit à 2 722 millions pour ce même trimestre et à 1 974 millions pour l'ensemble de l'année.

En 1978, le gouvernement canadien a offert sur le marché américain deux émissions publiques d'obligations totalisant 1 500 millions de dollars E.-U. et a obtenu en Allemagne un financement de 1 500 millions de marks allemands. Comme le montre le Tableau IV de l'Annexe, l'émission lancée aux Etats-Unis en avril était composée de trois tranches: une tranche à cinq ans, une à sept ans et demi et une dernière à 20 ans. L'opération de financement effectuée au mois de mai en Allemagne comportait une émission de billets à cinq ans et de billets à six ans ainsi qu'un emprunt bancaire à taux fixe de quatre ans. Enfin, l'émission publique lancée en octobre aux Etats-Unis était composée d'obligations à cinq ans et d'obligations à vingt ans.

Le Rapport de l'année dernière faisait état d'une entente annoncée en octobre 1977 par laquelle des banques canadiennes accordaient au gouvernement une ligne de crédit renouvelable. En avril 1978, la ligne de crédit a été

mois et à 6 mois. Le reste, soit 855 millions, a été obtenu par voie d'adjudications de bons à un an; ces adjudications ont désormais lieu toutes les quatre semaines. Le montant de bons du Trésor détenus hors du secteur bancaire s'est accru en 1978 de 1 145 millions et a atteint 4 051 millions de dollars; cet accroissement rapide a porté le pourcentage des bons détenus hors du système bancaire à 30%.

En 1978, l'encours, à la valeur nominale, des obligations négociables en dollars canadiens émis ou garanties par le gouvernement fédéral s'est accru de 3 400 millions de dollars. Comme le montre le Tableau IV de l'Annexe, le gouvernement a placé sur le marché sept émissions d'obligations de ce type, dont quatre étaient partiellement destinées au remboursement de montants importants de titres arrivant à échéance. Chacune de ces émissions comportait une tranche d'obligations à court terme, une tranche d'obligations à moyen terme et une autre à long terme; de plus, l'une de ces émissions comportait une quatrième tranche d'obligations à 10 ans. Du total des obligations négociables émises en 1978, 8% étaient des titres à court terme (3 ans ou moins), 40% des titres à moyen terme (plus de trois ans, mais moins de 10 ans) et les 52% restants étaient des titres à long terme. En conséquence, l'échéance moyenne de l'ensemble des obligations en dollars canadiens émises ou garanties par le gouvernement a été de nouveau prolongée, cette fois de 14 mois. Elle est maintenant de 8 ans et 7 mois.

En 1978, le gouvernement a annulé 102 millions de dollars d'obligations qu'il détenait en vertu des dispositions qui régissent les fonds de rachat. Le montant annulé en mars, soit 29 millions, portait sur six émissions, et celui qui a été annulé en décembre, soit 73 millions, portait sur sept émissions du gouvernement.

En 1978, le programme de vente des obligations d'épargne du Canada a été conçu pour tenir compte des remboursements importants occasionnés par l'arrivée à échéance de deux

souvent très instable au cours de 1978 et, en raison du mouvement à la baisse enregistré par le dollar canadien pendant la majeure partie de l'année, les opérations de gestion du Fonds des changes se sont soldées par un recours net massif aux réserves officielles du pays. Les chutes rapides du taux de change se sont heurtées à une forte résistance lorsque l'évolution du cours a semblé engendrer des attentes pessimistes au sujet du dollar canadien.

Dans le but de renflouer les réserves officielles du pays, le gouvernement a, en 1978, lancé sur les marchés de capitaux américain et allemand d'importants emprunts à moyen et à long terme de devises étrangères. Au début de 1979, il a annoncé qu'il emprunterait sur les marchés de capitaux du Japon et de la Suisse. De plus, il a été conclu avec les banques canadiennes et avec un consortium de banques étrangères deux lignes renouvelables de crédit en vertu desquelles le gouvernement pourra, sur une période de huit ans, emprunter des montants pouvant aller jusqu'à 5,5 milliards de dollars E.-U. Les modalités qui s'appliquent à ces opérations sont traitées de façon plus détaillée à la section suivante.

Le produit des emprunts contractés par le gouvernement sur les marchés américain et allemand, soit 2 206 millions de dollars E.-U., a d'abord servi à accroître les réserves du Canada, comme ce fut le cas d'un montant net de 2 700 millions de dollars E.-U. tiré au cours de 1978 sur ces deux lignes de crédit. Dans l'ensemble, les réserves officielles ont diminué de 41,3 millions de dollars E.-U. en 1978; à la fin de l'année, elles se chiffraient à 4 566,2 millions de dollars E.-U.

En janvier 1979, le Canada a versé dans son fonds de réserve 141,1 millions de DTS, soit l'équivalent de 183,9 millions de dollars E.-U., qui représentent sa part des 4 milliards de DTS que le Fonds monétaire international a distribués à 137 de ses membres. Au cours des deux premiers mois de 1979, l'encours des tirages effectués dans le cadre des lignes de crédit n'a pas changé et les emprunts lancés par le gou-

### La gestion de la dette publique

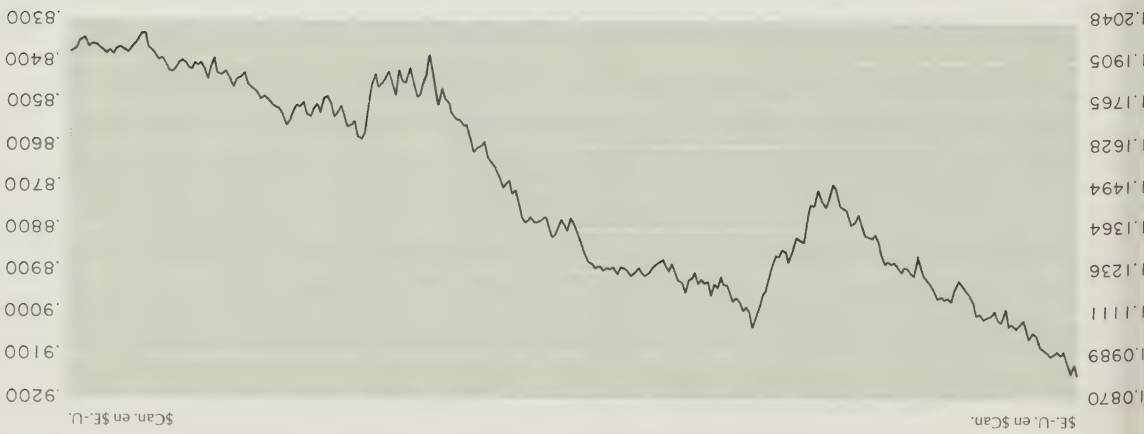
vernement sur les marchés de capitaux étrangers n'ont donné lieu à aucune entrée de fonds. A la fin de février, les réserves officielles du pays s'élevaient à 4 113,7 millions de dollars E.-U. Par suite de la sixième révision générale des quotes-parts au Fonds monétaire international, la quote-part du Canada a été portée de 1 100 millions à 1 357 millions de DTS. Le Canada s'est acquitté de l'engagement découlant de cette augmentation en mai 1978 en émettant, en faveur du FMI, des billets libellés en dollars canadiens, ce qui ne modifierait ni sa position de réserve auprès du Fonds ni le montant de ses réserves officielles.

En sa qualité d'agent financier du gouvernement, la Banque du Canada a effectué en 1978 dans le cadre de la gestion de la dette publique des opérations de financement qui ont entraîné une augmentation de 6 220 millions de dollars de l'encours, à la valeur nominale, des titres négociables libellés en dollars canadiens et de 1 974 millions celui des obligations d'épargne du Canada. La Banque a également apporté son concours au gouvernement à l'occasion de trois opérations de financement effectuées sur les marchés de capitaux étrangers. Dans le cadre de ces opérations, le gouvernement a procédé à des émissions de titres négociables qui ont rapporté des devises étrangères équivalent à 2 316 millions de dollars et a obtenu un emprunt bancaire assorti d'un taux fixe, équivalent à 218 millions. En outre, le gouvernement canadien a modifié les dispositions de la ligne de crédit conclue avec des banques canadiennes et signé une autre ligne avec un consortium de banques des Etats-Unis et de certains autres pays, comme on le verra plus loin. Pour l'ensemble de l'année, les encaisses du gouvernement se sont accrues de 1 736 millions de dollars.

Le gouvernement s'est procuré, en accroissant l'encours des bons du Trésor, 2 820 millions de dollars d'argent frais, dont 1 965 millions par voie d'adjudications hebdomadaires de bons à 3

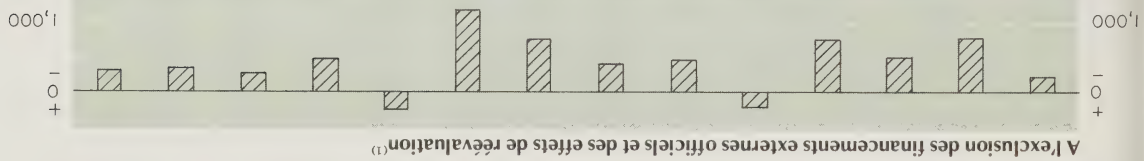
# Taux de change

Cours de clôture du comptant, données journalières

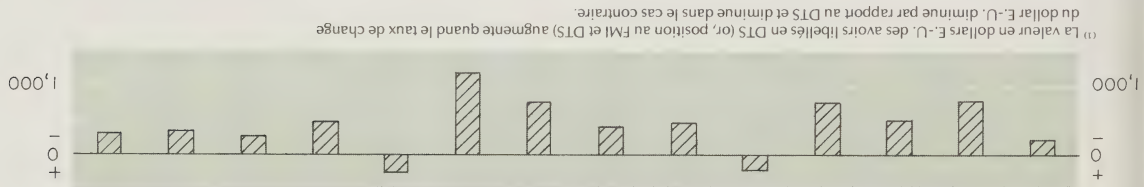


## Variation des réserves officielles

Millions de dollars E.-U.; données mensuelles

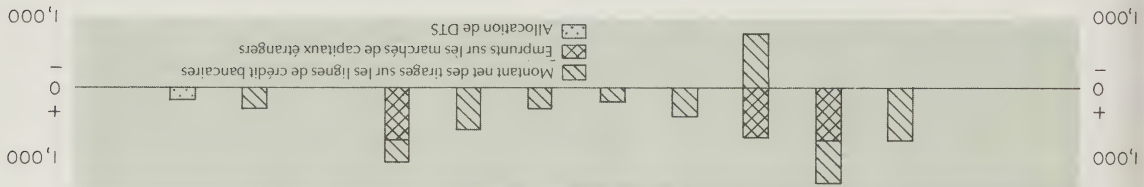


## A l'exclusion des financements externes officiels et des effets de réévaluation (1)



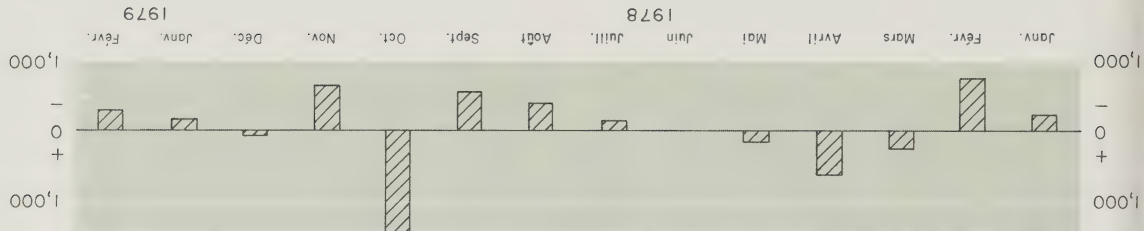
(1) La valeur en dollars E.-U. des avoirs libellés en DTS (or, position au FMI et DTS) augmente quand le taux de change du dollar E.-U. diminue par rapport au DTS et diminue dans le cas contraire.

## Financement en monnaies étrangères obtenu par le gouvernement et allocation de DTS



Allocation de DTS  
Emprunts sur les marchés de capitaux étrangers  
Montant net des tirages sur les lignes de crédit bancaires

## Variation nette de l'ensemble des réserves



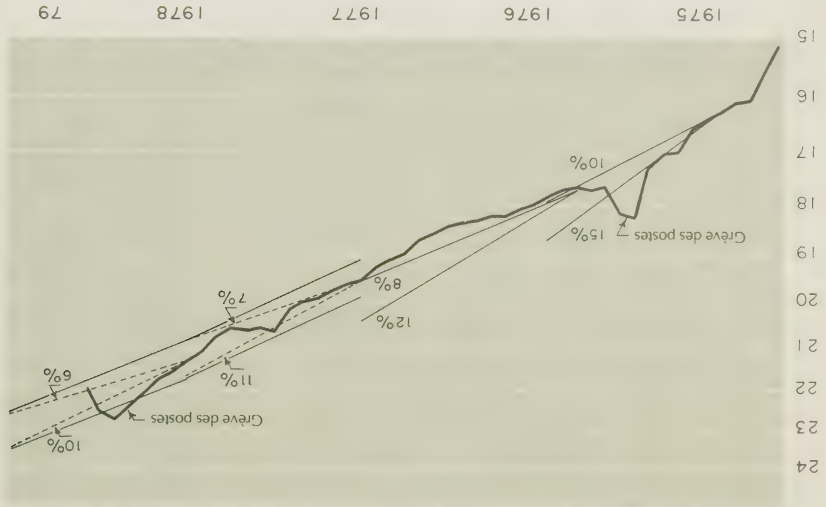


## Masse monétaire et fourchettes de croissance visées

Données désaisonnalisées

### Monnaie et dépôts à vue

Données mensuelles, milliards de dollars - échelle semi-logarithmique



remboursement des obligations, de sorte qu'une certaine partie de ces fonds a été maintenue dans des comptes de dépôts à vue durant le mois de novembre. Ce gonflement temporaire des dépôts ne s'est dissipé qu'en décembre, et les données désaisonnalisées de M1 montrent que cet agrégat a diminué en décembre 1978 et de nouveau en janvier 1979. Compte tenu de ces circonstances et surtout de l'effet modérateur de la hausse des taux d'intérêt survenue en 1978, le niveau moins élevé de M1 observé en janvier 1979 semble mieux traduire la tendance récente de cet agrégat que les niveaux observés au trimestre précédent.

La fourchette de croissance de M1 visée par la Banque entre octobre 1977 et août 1978 se situait entre 7 et 11%, taux calculés par rapport à juin 1977. De cette période de base à août 1978, le taux de croissance observé de M1 a été tout juste supérieur à 9½%. Annonce en septembre dernier, l'objectif visé actuellement est de maintenir le taux tendanciel de croissance,

## Les opérations effectuées par la Banque du Canada à titre d'agent du gouvernement

### Les opérations de change

Tel que mentionné précédemment, les pressions que le cours du dollar canadien a subies au cours de l'année ont incité la Banque du Canada à effectuer, à titre d'agent du gouvernement chargé de gérer le Fonds des changes du ministre des Finances, d'importantes interventions sur le marché des changes. Le taux de change a été





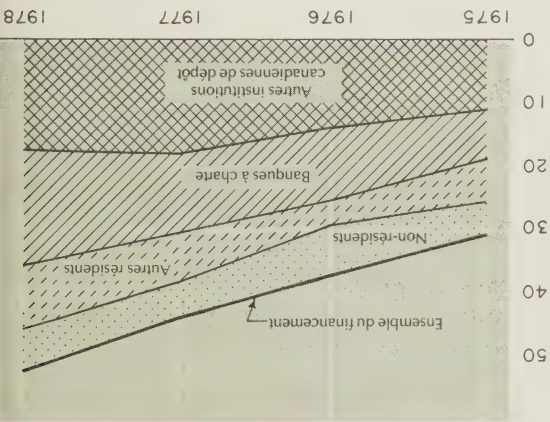
convient de noter que les dépôts des particuliers dans les institutions financières ont enregistré une progression particulièrement forte pendant l'année.

Une partie importante de l'accumulation nette des avoirs par les sociétés et les ménages au cours de 1978 provenait de l'acquisition d'avoirs se trouvant à l'étranger ou du moins libellés en devises étrangères. Les investissements directs à l'étranger ainsi que la forte augmentation des dépôts bancaires en devises étrangères détenus par les Canadiens ont constitué une part importante de ces acquisitions. Les investissements directs des Canadiens à l'étranger sont passés de 0,7 milliard de dollars en 1977 à environ 1,7 milliard en 1978, tandis que le montant en dollars canadiens des avoirs détenus par les résidents sous forme de dépôts en monnaies étrangères dans les banques à charte canadiennes s'est accru de 4 milliards de dollars au cours de 1978, après n'avoir que légèrement augmenté en 1977.

### L'intermédiation financière et les agrégats monétaires

Les flux de crédit dont il vient d'être question ont été canalisés, dans une plus large mesure qu'en 1977, par les intermédiaires financiers, en particulier les banques à charte. En 1978, le recours beaucoup plus considérable aux obligations à intérêt conditionnel et aux actions à terme privilégiées comme moyen de financement a contribué de façon significative à accroître le rôle des intermédiaires financiers, étant donné que presque tous ces titres ont été placés directement auprès des banques ou d'autres institutions financières. La part des banques à charte dans l'accroissement total du crédit consenti aux sociétés non financières est passée d'environ 50% en 1977 à 75% en 1978. La part des banques à charte dans la croissance du marché hypothécaire s'est accrue également, tandis que diminuait celle des compagnies d'assurance-vie; il en est résulté une augmentation encore plus grande du pourcentage

Sources de financement  
Milliards de dollars



du crédit obtenu auprès du groupe d'intermédiaires financiers que forment les institutions de dépôt. En outre, le financement en monnaies étrangères que le gouvernement fédéral a obtenu auprès des banques à charte dans le cadre de la ligne de crédit renouvelable a également contribué à accroître la participation des banques au financement global. En même temps qu'elles fournissaient une part plus importante des nouveaux crédits, les institutions de dépôt obtenaient également une proportion accrue des épargnes. Au second semestre de 1978, le passif-dépôts des banques a affiché une croissance particulièrement rapide. Ces institutions se sont livrées une concurrence active pour attirer les gros dépôts à terme des sociétés et ont rétréci quelque peu la marge entre les taux offerts sur les dépôts à terme des particuliers et les autres taux à moyen terme. Les banques ont également bénéficié du désir manifesté par certains résidents d'acquiescer des avoirs libellés en monnaies étrangères; de fait, les dépôts en monnaies étrangères dans les banques à charte canadiennes se sont accrus de plus de 50%. Ainsi, les agrégats monétaires qui

Sources de financement				En milliards de dollars			
				1975	1976	1977	1978
Institutions financières canadiennes							
prêts — banques .....				7.7	9.8	9.4	11.8 <sup>e</sup>
— autres institutions .....				6.7	9.3	11.2	11.8 <sup>e</sup>
achats de titres — banques .....				— 0.0	1.5	2.8	6.4
— autres institutions .....				4.6	4.8	6.9	5.9
Total partiel .....				18.9	25.3	30.3	35.9 <sup>e</sup>
(dont: financement en monnaies étrangères) .....				( 0.7)	( 0.5)	( 2.6)	( 5.4) <sup>e</sup>
Titres achetés directement par d'autres investisseurs canadiens							
obligations d'épargne non négociables .....				2.9	0.9	1.6	2.1
autres .....				0.6	— 0.7	1.5	3.7 <sup>e</sup>
Total partiel .....				3.5	0.2	3.1	5.8 <sup>e</sup>
Non-résidents							
prêts des banques étrangères <sup>(s)</sup> .....				—	0.4	0.5	2.5
titres achetés .....				4.3	7.8	4.6	4.5 <sup>e</sup>
investissements directs .....				0.7	— 0.3	0.5	— 0.2 <sup>e</sup>
Total partiel .....				5.1	7.9	5.7	6.8 <sup>e</sup>
Secteur public .....				2.7	3.3	3.2	2.5
Banque du Canada .....				0.8	0.6	1.9	1.7
Ensemble du financement accordé .....				31.0	37.3	44.1	52.8 <sup>e</sup>

## Financement obtenu par les principaux emprunteurs non financiers

En milliards de dollars

1975

1976

1977

1978

## Emprunteurs

## Entreprises non financières

## emprunts

## papier à court terme

## obligations

## actions

## investissements directs des non-résidents

## Ménages

dette hypothécaire<sup>(1)</sup>

## crédit à la consommation

## Ensemble du secteur privé

(dont: financement en monnaies étrangères)<sup>(2)</sup>Provinces et municipalités<sup>(3)</sup>

## emprunts

## papier à court terme et bons du Trésor

## obligations — achetées par le Régime

## de pensions du Canada

## — autres

## Total partiel

(dont: financement en monnaies étrangères)<sup>(2)</sup>

## Gouvernement du Canada

## Dollars canadiens — bons du Trésor

## — obligations négociables

## — obligations d'épargne du

## Canada

Monnaies étrangères<sup>(4)</sup> — emprunts nets en

## vertu de lignes de crédit

## — placements nets à

## l'étranger

## Total partiel

## Ensemble du financement obtenu

## (dont: financement en monnaies étrangères)

e: estimations.

(1)

(2)

(3)

(4)

(5)

par des non-résidents.

(5) Comprend le montant net des émissions placées sur les marchés étrangers par les emprunteurs autres que les institutions financières, les émissions nettes placées au Canada et achetées par des non-résidents, ainsi que les achats (ou les ventes) nets de titres canadiens déjà en circulation effectués par des non-résidents.

(4) Le montant net des emprunts effectués en vertu de lignes de crédit est converti en dollars canadiens au cours moyen pratiqué à midi pendant le mois de livraison des titres.

(3) Y compris les emprunts contractés par les entreprises du secteur public. Les prêts accordés par le gouvernement canadien sont exclus.

(2) Prêts en monnaies étrangères consentis aux résidents par des banques et par d'autres institutions financières, plus émissions de titres libellés en monnaies étrangères. Sont exclus les titres en dollars canadiens placés à l'étranger.

(1) Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation. Non compris les prêts hypothécaires consentis par les gouvernements ou leurs agences, notamment la S.C.H.L., qui figurent dans le financement des administrations intéressées.



plus tôt. Un certain nombre d'emprunts ont été contractés en prévision de besoins futurs, les sociétés anticipant que les avantages fiscaux dont étaient assorties les émissions d'obligations à intérêt conditionnel et d'actions à terme privilégiées allaient être supprimés. Enfin, les sociétés ont investi dans des avoirs à long terme en prenant le contrôle d'autres entreprises établies au Canada et en faisant des investissements directs à l'étranger, ce qui a nécessité une augmentation nette des emprunts. A l'instar des sociétés non financières, le secteur des ménages a augmenté considérablement le volume de ses emprunts en 1978 et accru d'autant ses avoirs. Le niveau élevé des emprunts hypothécaires enregistré en 1977 s'est maintenu en 1978 par suite des opérations effectuées surtout pour financer l'achat de maisons existantes ou pour financer d'autres achats lors du renouvellement d'anciennes hypothèques. Cependant, tandis qu'en 1977 le crédit hypothécaire s'était en partie substitué au crédit à la consommation, plus coûteux, ce dernier type de crédit a lui aussi progressé en 1978. Les taux des prêts à la consommation ayant diminué vers la fin de 1977, il était devenu moins avantageux de financer des achats de biens de consommation par des emprunts hypothécaires. La réduction de la taxe de vente entraîne pour un temps une semblable avoir entraîné pour un temps une progression accélérée des achats de biens durables, notamment d'automobiles; cette accélération a été un élément de l'augmentation des emprunts contractés par les particuliers. De plus, le marché des maisons existantes a été plus actif en 1978. La valeur des habitations ayant augmenté du fait de la progression des prix dans l'immobilier, l'achat et la vente de maisons existantes ont fait gonfler considérablement le montant brut de la dette des ménages. En contrepartie de cette augmentation de la dette hypothécaire contractée par les acheteurs, on a observé une accumulation nette d'avoirs financiers chez les vendeurs. A cet égard, il

\* Jusqu'à tout récemment, les intérêts versés sur les obligations à intérêt conditionnel et tous les dividendes produits par les actions à terme privilégiées constituaient, d'une part, des dépenses non déductibles aux fins du calcul de leur revenu imposable pour les sociétés emprunteuses résidant au Canada et, d'autre part, un revenu non imposable pour les résidents qui les encassaient. Par conséquent, l'emprunteur bénéficiait d'un avantage fiscal potentiel s'il n'avait aucun revenu imposable ou, tout au moins, si le taux marginal d'imposition était moins élevé pour lui que pour son créancier. Ces titres semblaient avoir été des moyens de financement avantageux pour les sociétés qui, par exemple, avaient des pertes considérables à reporter ou des amortissements de coût en capital très importants par rapport à leurs revenus prévus. Les actions à terme privilégiées, dont les échéances pouvaient varier, ont également été utilisées par les sociétés afin d'accroître leur passif non exigible.

Le financement obtenu par les sociétés non financières s'est encore accru en 1978 en dépit du fait que, en 1977, le montant de leurs emprunts avait dépassé largement celui des concours nécessaires au financement des investissements fixes et des stocks, ce qui impliquait qu'une partie de ces fonds avait servi à effectuer des achats nets d'avoirs financiers et à améliorer ainsi la structure de leur bilan. Il semble que les sociétés aient continué en 1978 de chercher à améliorer leur situation de liquidité qui s'était détériorée quelques années

plus tôt. Un certain nombre d'emprunts ont été contractés en prévision de besoins futurs, les sociétés anticipant que les avantages fiscaux dont étaient assorties les émissions d'obligations à intérêt conditionnel et d'actions à terme privilégiées allaient être supprimés. Enfin, les sociétés ont investi dans des avoirs à long terme en prenant le contrôle d'autres entreprises établies au Canada et en faisant des investissements directs à l'étranger, ce qui a nécessité une augmentation nette des emprunts. A l'instar des sociétés non financières, le secteur des ménages a augmenté considérablement le volume de ses emprunts en 1978 et accru d'autant ses avoirs. Le niveau élevé des emprunts hypothécaires enregistré en 1977 s'est maintenu en 1978 par suite des opérations effectuées surtout pour financer l'achat de maisons existantes ou pour financer d'autres achats lors du renouvellement d'anciennes hypothèques. Cependant, tandis qu'en 1977 le crédit hypothécaire s'était en partie substitué au crédit à la consommation, plus coûteux, ce dernier type de crédit a lui aussi progressé en 1978. Les taux des prêts à la consommation ayant diminué vers la fin de 1977, il était devenu moins avantageux de financer des achats de biens de consommation par des emprunts hypothécaires. La réduction de la taxe de vente entraîne pour un temps une semblable avoir entraîné pour un temps une progression accélérée des achats de biens durables, notamment d'automobiles; cette accélération a été un élément de l'augmentation des emprunts contractés par les particuliers. De plus, le marché des maisons existantes a été plus actif en 1978. La valeur des habitations ayant augmenté du fait de la progression des prix dans l'immobilier, l'achat et la vente de maisons existantes ont fait gonfler considérablement le montant brut de la dette des ménages. En contrepartie de cette augmentation de la dette hypothécaire contractée par les acheteurs, on a observé une accumulation nette d'avoirs financiers chez les vendeurs. A cet égard, il

une sortie nette estimée à 0,2 milliard. L'une des causes importantes de l'accroissement des emprunts en dollars canadiens enregistré au cours de l'année a été la possibilité qu'avaient les entreprises de se financer par voie d'émissions d'obligations à intérêt conditionnel et d'actions à terme privilégiées. L'an dernier, plus de 2 milliards de dollars d'obligations à intérêt conditionnel et d'actions à terme privilégiées libellées en dollars canadiens ont été émises par des sociétés qui étaient pour la plupart en mesure de bénéficier des avantages fiscaux liés à ces types de valeurs\*.

s'étaient soldés en 1977 par une entrée de 0,5 milliard de dollars se sont soldés en 1978 par

une sortie nette estimée à 0,2 milliard.

L'une des causes importantes de l'accroissement des emprunts en dollars canadiens enregistré au cours de l'année a été la possibilité qu'avaient les entreprises de se financer par voie d'émissions d'obligations à intérêt conditionnel et d'actions à terme privilégiées. L'an dernier, plus de 2 milliards de dollars d'obligations à intérêt conditionnel et d'actions à terme privilégiées libellées en dollars canadiens ont été émises par des sociétés qui étaient pour la plupart en mesure de bénéficier des avantages fiscaux liés à ces types de valeurs\*.

Le budget du 16 novembre 1978 a proposé de limiter les avantages fiscaux dont jouissaient ces catégories de titres. Conformément aux nouvelles dispositions, les intérêts et les dividendes produits par les nouvelles émissions d'obligations à intérêt conditionnel et d'actions à terme privilégiées seront considérés, sauf exceptions, comme des revenus impossibles. Ces dispositions ne s'appliqueront pas aux titres émis avant 1980 en vertu d'un accord écrit dressé avant le 17 novembre 1978 ni aux actions à terme privilégiées émises après cette date et dont l'échéance est fixée à plus de 10 ans.

enfin les écarts entre ces taux canadiens et leurs

Le profil des taux du marché monétaire et des taux administrés du court terme a été en 1978 assez semblable à celui du taux officiel d'es-compte. À cet égard, la politique de gestion des réserves-encaisse suivie par la Banque du Canada a favorisé la tendance générale à la hausse des taux du marché monétaire. Les données relatives aux réserves-encaisse des banques sont présentées au Tableau II de l'Annexe, par période de réserve.

Les taux d'intérêt à moyen et à long terme ont quant à eux augmenté beaucoup moins que le taux d'escompte, et la courbe généralement ascendante des rendements est devenue une courbe descendant, les taux d'intérêt à court terme étant plus élevés que les taux à long terme. La hausse modérée des taux hypothécaires à l'habitation et des taux versés sur les dépôts à moyen terme servant à financer ce type de prêts traduit en partie l'abondance de l'offre de fonds hypothécaires par rapport à la demande. Au niveau du marché obligataire, le volume de nouvelles émissions à long terme a été relativement modeste, mais l'augmentation beaucoup plus faible du rendement des obligations à long terme par rapport à celle du rendement des obligations à court terme permet de penser que les marchés financiers prévoyaient une diminution des taux à court terme. La Banque s'inquiétait de la tendance des taux de rendement des obligations à long terme à augmenter moins vite au Canada qu'aux États-Unis parce que le rétrécissement de l'écart entre les taux à long terme pratiqués dans les deux pays avait été, au cours de l'année, l'une des causes de la diminution des entrées de capitaux à long terme provenant de l'émission à l'étranger de titres de sociétés, de provinces et de municipalités. Dans le but de contre le rétrécissement inopportun de cet écart, la Banque, à trois occasions – vers la fin de septembre et en octobre –, a vendu, sur le marché, des obligations à long terme du gouvernement puisées dans son portefeuille.

### Les flux de crédit

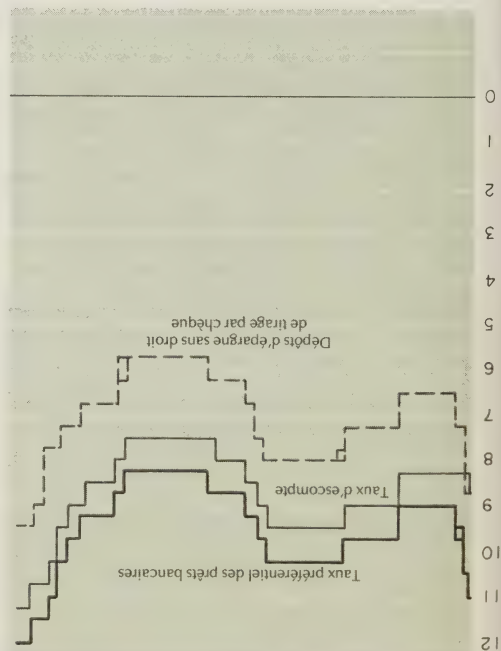
montants importants de titres.

Pour la même raison, elle a à plusieurs reprises – en janvier et en février 1979 – encore vendu des

La demande de crédit par les principaux emprunteurs non financiers a été vigoureuse au Canada en 1978, et l'ensemble du financement obtenu s'est accru considérablement par rapport au niveau déjà très élevé de l'année précédente. Tant les entreprises que les ménages ont continué de contracter des emprunts dont la somme dépassait les montants qui paraissaient nécessaires au financement de leurs dépenses nettes d'investissement. Il est permis de penser que ces fonds excédentaires ont servi à financer d'importantes acquisitions d'avoirs financiers ou d'avoirs réels déjà en exploitation. Une grande partie de ces avoirs étaient libellés en monnaies étrangères ou se trouvaient à l'étranger, de sorte que ces acquisitions se sont traduites par des sorties de capitaux. En même temps, il s'est produit une diminution des entrées de capitaux au titre des emprunts en monnaies étrangères contractés par les provinces, les municipalités et les sociétés. Cependant, les fonds que le gouvernement fédéral a empruntés à l'étranger et vendus sur le marché des changes afin d'atténuer les pressions qui s'exerçaient sur le taux de change sont venus s'ajouter aux entrées, plutôt faibles, de capitaux produites par les opérations des autres emprunteurs et aider à compenser les sorties de capitaux survenues pendant l'année.

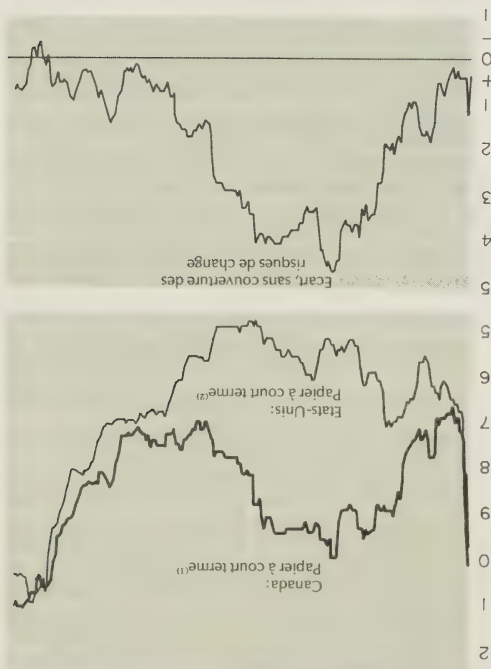
La diminution du financement en monnaies étrangères obtenu par les provinces et les municipalités a été particulièrement marquée et elle explique une bonne partie de la contraction de l'ensemble des concours obtenus en devises. Le recours des entreprises non financières aux sources de financement en monnaies étrangères a également diminué, mais cette diminution a été beaucoup moins importante que la variation du solde des investissements directs des étrangers au Canada. Les investissements directs qui

Taux d'escompte et taux administrés  
des banques à charte



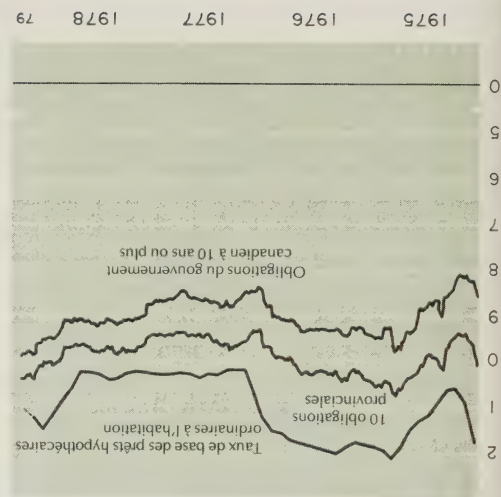
A court terme

Taux à 3 mois

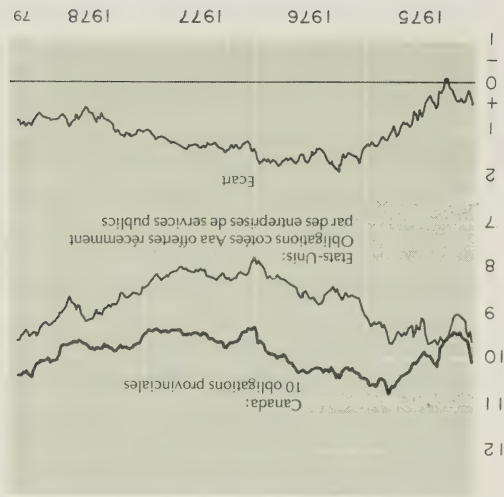


(1) Papier des sociétés de financement.  
(2) Papier commercial vendu par des courtiers.

Canada



Comparaison de taux pratiqués au Canada  
et aux Etats-Unis





### Evolution récente des taux d'intérêt

(Données des mercredis suivant les dates de changement du taux d'escompte)

Fin de 1977	7.50	7.23	8.25	10.25	9.49	0.32	1.01
Taux du préférentiel des banques à charte	Taux des prêts hypothécaires ordinaires <sup>(1)</sup>	Taux de rendement de obligations provinciales de change <sup>(2)</sup>	Ecart à long terme <sup>(3)</sup>				

Dates de changement  
du taux d'escompte

9 mars 1978	8.00	7.69	8.75	10.25	9.81	0.73	1.17
4 avr. 1978	8.50	8.27	9.25	10.25-10.50	9.86	1.31	1.04
26 juill. 1978	9.00	8.73	9.75	10.25	9.69	0.64	0.78
12 sept. 1978	9.50	9.26	10.25	10.75	9.72	0.58	0.99
16 oct. 1978	10.25	9.94	11.00	11.25	10.00	0.62	0.85
6 nov. 1978	10.75	10.65	11.50	11.25	10.15	0.14	0.85
4 janv. 1979	11.25	10.94	12.00	11.25	10.50	-0.16	0.95
Fin févr. 1979 <sup>(4)</sup>	11.25	11.04	12.00	11.00-11.25	10.48	0.68	0.83

(1) Taux représentatifs pratiqués par les banques et les grandes sociétés de fiduciaire.

(2) Ecart entre le taux du papier à 90 jours des sociétés de financement au Canada et le taux appliqué aux Etats-Unis au papier commercial placé par les courtiers.

(3) Ecart entre le taux de rendement annuel moyen de 10 obligations provinciales canadiennes et le taux de rendement d'émissions récentes d'obligations cotées Aaa offertes aux Etats-Unis par des entreprises de services publics.

(4) Le 26 février 1979.

adopter des mesures monétaires plus restrictives. Par exemple, le dollar E.-U. qui cotait à plus de 2.07DM au second trimestre était tombé à 1.82DM à la fin de décembre.

Pour l'ensemble de 1978, les divers taux à court terme aux Etats-Unis ont augmenté d'au moins 3/4 points de pourcentage et même de 4 points dans certains cas. Le taux d'escompte de la *Federal Reserve* a été relevé à sept reprises, passant de 6% au début de 1978 au taux actuel de 9 1/2%. La dernière hausse a été d'un point de pourcentage et faisait partie du train de mesures que le gouvernement américain a annoncé le 1<sup>er</sup> novembre pour venir en aide au dollar E.-U. Quant aux taux d'intérêt à long terme, ils se sont élevés d'environ un point de pourcentage durant l'année.

Par suite de ces ajustements des taux d'intérêt américains, l'écart entre les taux à court terme canadiens et américains, qui s'est élargi en mars

On trouvera ci-dessous un tableau montrant les divers relèvements du taux d'escompte effectués au cours de l'année, les ajustements des taux du marché monétaire et des taux administrés qui ont immédiatement suivi ces relèvements et

et en avril, avait presque disparu au milieu de l'année. Le dollar canadien subissant des pressions à la baisse pendant la plus grande partie du second semestre de 1978, il était nécessaire, de temps en temps, d'ajuster à la hausse les taux d'intérêt à court terme au Canada afin d'éviter qu'ils ne tombent au-dessous des taux américains et qu'ils ne stimulent les sorties de capitaux. Le taux d'escompte de la Banque a donc été relevé quatre fois au second semestre de 1978 et une autre fois au début de janvier 1979. Le cours du dollar canadien a quand même diminué de plus de 5 cents depuis le milieu de 1978, se situant au-dessous de \$E.-U. 0.84 au début de 1979.



Le présent chapitre traite de façon plus détaillée de l'évolution des taux d'intérêt et du taux de change en 1978 ainsi que de la politique monétaire poursuivie par la Banque du Canada. Il contient aussi une analyse des flux de crédit et des tendances des agrégats monétaires en 1978, de même qu'un compte rendu des opérations que la Banque a effectuées à titre d'agent du gouvernement canadien chargé de la gestion du Fonds des changes et de celle de la dette publique.

## La politique monétaire, les taux d'intérêt et le taux de change

Comme il a été indiqué précédemment, l'un des principaux objectifs de la politique monétaire menée par la Banque du Canada en 1978 a été de réduire le rythme et l'ampleur de la baisse du cours de notre monnaie, dans le contexte d'une montée des taux d'intérêt aux États-Unis.

Au cours de 1977, l'écart entre les taux d'intérêt pratiqués au Canada et aux États-Unis s'est fortement rétréci. Tandis qu'aux États-Unis les taux à court terme augmentaient, ils ont diminué au Canada jusqu'à vers le milieu de l'année, par suite du ralentissement de la croissance du produit national brut et de la tendance subéquivalente du taux d'expansion monétaire à évoluer au-dessous de la fourchette visée. Au début de 1978, l'écart entre les taux à court terme, qui à son maximum était de plus de 4 points de pourcentage, avait presque disparu. L'écart entre les taux à long terme canadiens et américains s'était lui aussi sensiblement rétréci. Devant l'importation ajustement à la baisse du dollar canadien, qui est passé d'environ \$E.-U. 0,91 à \$E.-U. 0,87 au cours des quelque trois premiers mois de 1978, la Banque du Canada a adopté des mesures visant à augmenter l'écart entre les taux d'intérêt canadiens et américains. Ainsi, le 9 mars 1978, elle relevait son taux d'escompte de 7½ à 8%, puis le portait à 8½%

Au second trimestre de 1978, les taux d'intérêt américains ont repris leur ascension et, de façon générale, cette tendance s'est poursuivie jusqu'à vers la fin de l'année. Sauf pendant un assez court laps de temps au début de 1978, l'activité économique a progressé à un rythme rapide aux États-Unis, entraînant le taux de croissance des agrégats monétaires à maintes reprises au-dessus de la fourchette visée par le *Federal Reserve Board*. La dépréciation du dollar E.-U. par rapport aux principales monnaies européennes et au yen japonais a elle aussi incité les États-Unis à

## Taux de change

Cours de clôture du comptant (données hebdomadaires)

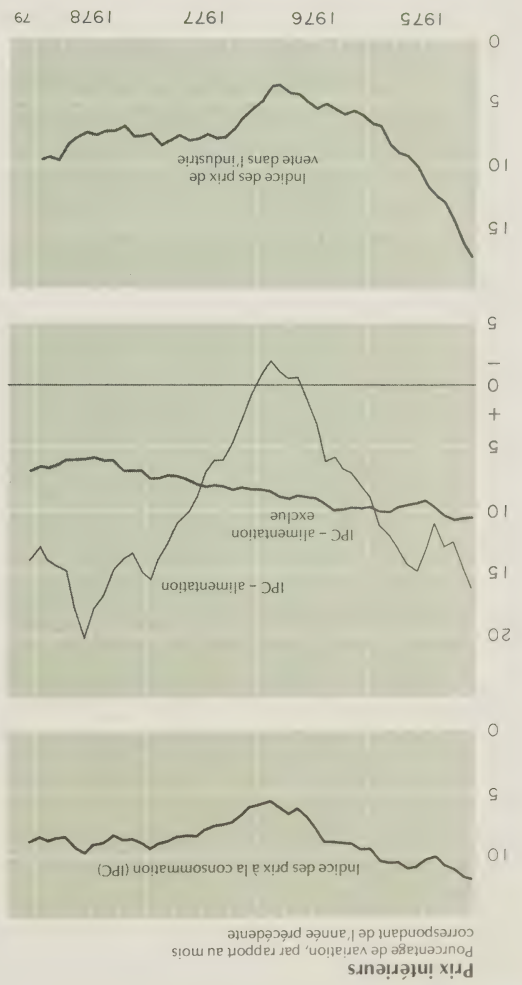




Pour résumer les faits saillants de la conjoncture, on peut dire que notre économie est en train de s'ajuster aux conditions créées par le rétablissement de sa position concurrentielle et que ce processus insufflé une grande vigueur à l'emploi et à la production. Des indices révèlent que dans certains secteurs de l'économie ce processus d'ajustement est déjà freiné par le niveau actuel de la capacité de production des usines et de l'équipement; mais l'accroissement de la rentabilité découlant de la production des biens destinés à l'exportation encouragera, s'il se poursuit, les entreprises des secteurs en cause à effectuer les investissements nécessaires. Si tel est le cas, la forte croissance de l'emploi pourra se poursuivre dans ces secteurs. Une telle modification de l'affectation des ressources en vue de promouvoir l'essor des industries exportées à la concurrence internationale est précisément ce dont l'économie canadienne a besoin, et elle est en train de se produire. Cet essor ne saurait se poursuivre que si le Canada conserve sa compétitivité à l'échelle internationale; une montée inflationniste des coûts causerait au pays un tort considérable. C'est pourquoi la tendance future des coûts intérieurs sera un facteur déterminant de la durée de cet essor.

Des biens et services autres que l'alimentation ont bénéficié de la bonne tenue de nos coûts intérieurs. De plus, bien que les prix de l'énergie aient continué de s'accroître, la hausse de près de 10% sur douze mois enregistrée à ce chapitre est relativement modérée par rapport aux taux élevés des années précédentes. Ce comportement des prix de l'énergie est attribuable en partie aux mesures fiscales prises dans le but d'alléger l'incidence de la majoration des prix de l'énergie au niveau de la consommation. Dans ce contexte, la hausse sur douze mois de l'indice des prix à la consommation, alimentation exclue, est restée de moins de 7%, contribuant ainsi à maintenir le taux de croissance de l'indice global entre 8½% et 9%. De plus, l'évolution de cet indice au Canada a été nettement meilleure qu'aux Etats-Unis, si l'on tient compte du fait que les pressions qu'exerçait l'ajustement du taux de change ont été plus accentuées dans notre pays. Aux Etats-Unis, le rythme d'augmentation des salaires et des prix s'est accéléré en 1978, et les anticipations inflationnistes se sont intensifiées, les prix à la consommation augmentant de plus de 9% sur l'ensemble de l'année sous l'influence des fortes hausses enregistrées par toutes les grandes composantes de l'indice.

# Prix et coûts



lement rigoureux qui a compromis les cultures et fait monter les prix nord-américains des fruits et légumes à des niveaux extrêmement élevés jusqu'à l'arrivée sur les marchés des récoltes d'été. Le renchérissement de la viande de bœuf s'est, lui aussi, quelque peu atténué au second semestre de 1978. Cependant, bien que le prix

du bœuf ait augmenté de plus du tiers en 1978, la diminution considérable du cheptel en Amérique du Nord permet d'affirmer qu'en ce qui concerne le cycle actuel du bœuf l'ajustement à la hausse des prix n'est pas encore parvenu à son terme. Fort heureusement, les prix à la consommation



Toutefois, l'évolution des salaires n'a pas été uniforme au cours de l'année. Bien que les données relatives aux nouveaux accords salariaux ne représentent qu'un échantillonage restreint de l'ensemble des ententes salariales, elles constituent un utile indicateur précurseur du comportement de l'ensemble des gains moyens. Il convient par conséquent de faire remarquer que les taux d'augmentation consentis en vertu de ces accords – tant pour la durée des contrats que pour leur première année d'application – sont tombés à leur plus bas niveau au deuxième trimestre, période où a commencé la levée progressive des mesures de contrôle obligatoires des revenus instituées vers la fin de 1975. L'accélération qui a suivi, quoique peu prononcée, est sans aucun doute attribuable en grande partie aux pressions à la hausse qu'ont exercées sur les prix à la consommation l'évolution du taux de change et les tensions dans le secteur de l'alimentation. Les prix de vente dans l'industrie, qui portent dans une large mesure sur des biens faisant l'objet d'échanges internationaux, ont augmenté à un rythme un peu plus rapide en 1978 qu'en 1977, soit de près de 10% pour la période de douze mois se terminant en décembre; on se souviendra qu'ils s'étaient déjà relevés en 1977 lorsque le dollar canadien a commencé à baisser. Dans le secteur de l'abattage et de la préparation des viandes et dans celui du bois d'œuvre, qui se sont particulièrement ressentis des pressions dont les marchés des Etats-Unis étaient l'objet, le renchérissement des produits a été exceptionnellement élevé.

Dans ces circonstances, les prix à la consommation ont subi une forte poussée à la hausse pendant la majeure partie de l'année, même si la tenue des coûts intérieurs a été relativement bonne. Les tensions se sont manifestées surtout au niveau des prix des produits alimentaires, en particulier au premier semestre de 1978. En effet, au moment où le prix de la viande de bœuf augmentait considérablement au Canada, les Etats-Unis connaissaient un hiver exceptionnel-

moment où le nombre des abattages a commencé à ralentir. Depuis, la situation dans le secteur de l'élevage se caractérise fondamentalement par une diminution du cheptel, une baisse des abattages et une forte augmentation du prix du bœuf.

Les revenus du travail se sont accrus à un rythme modéré en 1978, renversant la tendance qui a caractérisé la plupart des dernières années. Comme il a été mentionné plus haut, la croissance de l'emploi a été extrêmement vigoureuse tout au long de l'année, mais elle s'est accompagnée d'un ralentissement de la progression des gains moyens. Les statistiques dont nous disposons sur l'ensemble des revenus moyens ne peuvent être ajustées de façon à éliminer l'incidence de l'évolution structurelle de l'emploi, ni par type d'industrie ni par genre de travailleur. Mais comme il existe des différences très marquées entre les niveaux de rémunération de ces différentes catégories, il est difficile de savoir jusqu'à quel point les variations de la moyenne composite fournissent des renseignements précis sur celles des gains du travailleur «type». Cette remarque vaut particulièrement pour la période récente, en raison, d'une part, de la transformation qu'a subie la structure démographique de l'emploi et, d'autre part, du biais systématique à la baisse que cette transformation exerce probablement sur les données relatives à la moyenne composite des gains. Néanmoins, les données concernant les nouveaux accords salariaux conclus dans le cadre des conventions collectives importantes révèlent également un certain ralentissement de l'accroissement des salaires nominaux. En 1978, le taux d'augmentation moyen des salaires sur la durée de ces contrats s'établissait à un peu moins de 7%, contre près de 8% l'année précédente. Le taux d'augmentation pour la première année d'application des contrats, qui est moins influencé à la baisse par les clauses d'indemnité de vie chère, s'est également ralenti dans des proportions analogues pour tomber de 8% en moyenne, en 1977, à 7¼% en 1978.

nettement renforcées par rapport à 1977. Les prix à l'importation ont augmenté considérablement, en fait davantage que ceux des exportations, ce qui a de nouveau entraîné un recul des termes de l'échange par rapport aux sommets atteints en 1973-1974, lors du boom des matières premières. Malgré tout, les importations en volume ont enregistré une avance significative. Cette progression des importations est attribuable dans une large mesure au raffermisssement de la dépense intérieure réelle en biens de consommation durables et en biens d'équipement, dans lesquels entre un pourcentage élevé d'importations.

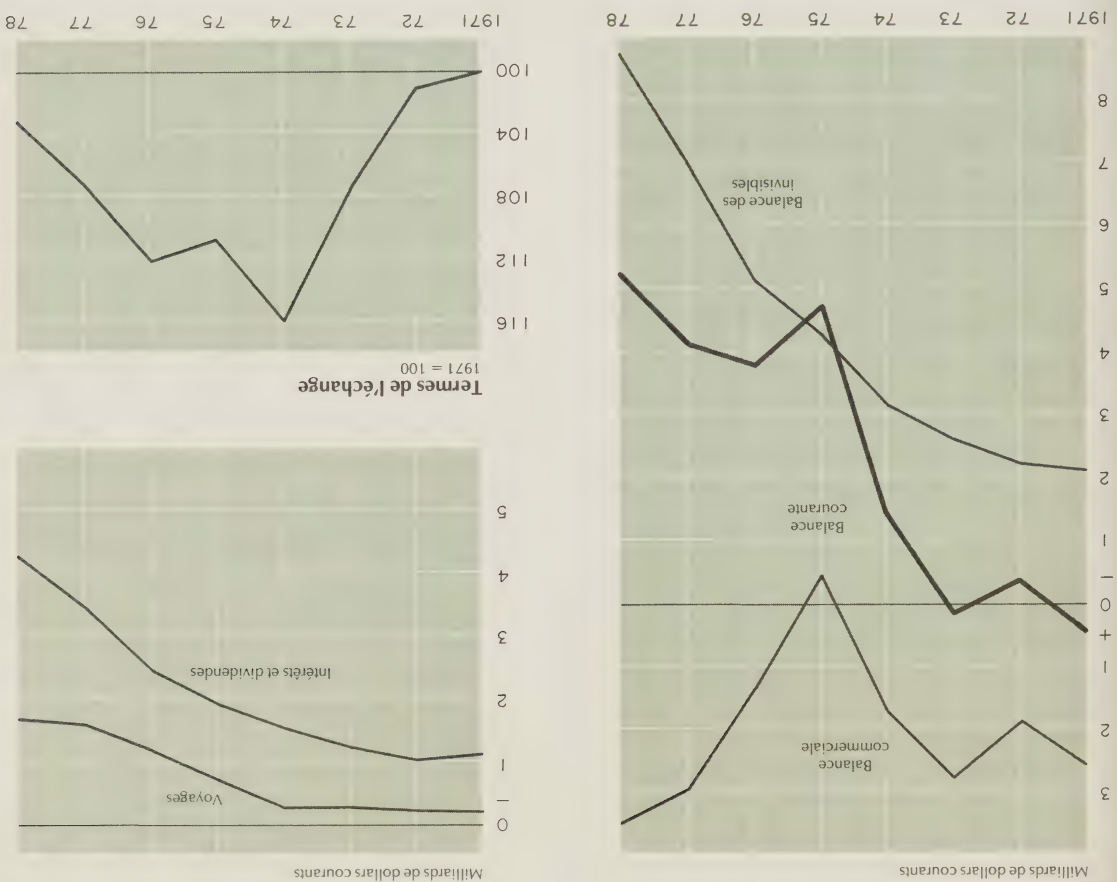
Le profil de la balance commerciale a été très irrégulier en 1978, les exportations et les importations enregistrant d'importantes fluctuations d'un mois à l'autre. L'excédent de la balance commerciale a été particulièrement élevé au cours des premiers mois, mais il a diminué considérablement au cours de l'été sous l'effet d'un ralentissement des exportations, pour se redresser quelque peu pendant les derniers mois de l'année. Sur l'ensemble de 1978, l'excédent a été de 3½ milliards de dollars, soit environ un demi-milliard de plus qu'en 1977. Il convient de noter que, encore une fois, cette amélioration est plus faible en termes nominaux qu'en termes réels à cause de la détérioration des termes de l'échange. Parallèlement, le déficit de la balance des invisibles et des transferts a continué de s'aggraver. Le déficit des voyages a commencé à réagir quelque peu à l'ajustement du cours du dollar canadien; il s'est accentué relativement peu parce que l'accroissement des dépenses des visiteurs au Canada a été beaucoup plus rapide que celui des dépenses des Canadiens à l'étranger. Toutefois, les sorties nettes de fonds au poste des intérêts et des dividendes se sont de nouveau accrues considérablement. Dans ces circonstances, le déficit de la balance courante du Canada a augmenté de plus de 1 milliard de dollars, pour atteindre les 5¼ milliards de dollars en 1978.

L'évolution du taux de change a continué

d'exercer une influence particulière et importante sur le profil des revenus nominaux. Après avoir été faibles pendant plusieurs années, les bénéfices des sociétés ont pris un nouveau départ à la faveur de l'amélioration de la compétitivité des industries canadiennes exposées à la concurrence étrangère tant sur les marchés étrangers que sur le marché intérieur. En 1978, la progression des revenus des entreprises a été plus rapide que celle des revenus des travailleurs, du fait que la hausse des prix moyens en dollars canadiens des produits exportés a été plus rapide que celle des produits canadiens vendus sur le marché intérieur. Le revenu comptable net des agriculteurs a bénéficié également de la baisse du dollar canadien tandis que deux autres facteurs très importants, la bonne récolte de blé et la poussée des prix du bétail en Amérique du Nord, faisaient grimper les revenus des agriculteurs de près de 50% par rapport à 1977, pour les porter à un nouveau sommet annuel.

Une contraction cyclique particulièrement prononcée du cheptel en Amérique du Nord a provoqué sur le marché de la viande un resserrement notable de l'offre au cours de l'année. De la fin des années soixante au début de la présente décennie, la forte tendance à l'augmentation des troupeaux et des abattages s'est maintenue grâce au dynamisme des éleveurs face à la forte augmentation des revenus disponibles et à la demande croissante de bœuf. Cependant, le renchérissement des grains de provende survenu en 1973, auquel est venu s'ajouter le ralentissement de l'activité économique, a eu pour effet de restreindre considérablement le revenu des éleveurs. Néanmoins, étant donné les délais d'ajustement inhérents à l'élevage, le cheptel a continué de s'accroître jusqu'en 1975, année où il a finalement commencé à décroître. Les ventes nettes de bétail ont d'abord eu pour effet d'accroître l'offre et d'exercer des pressions à la baisse sur les prix. C'est ainsi que le prix du bœuf est demeuré assez bas au Canada jusqu'au début de 1977,

## Balance des paiements courants



par rapport au dollar E.-U., et a été encore plus importante par rapport aux devises de nos autres grands partenaires commerciaux, en particulier le Japon. Au chapitre des exportations, il convient de mentionner tant la vigueur des ventes de bois d'œuvre provoquée par la fermeture inattendue dont a fait preuve le marché américain du logement tout au cours de l'année, que la progression sensible des exportations de produits finis manufacturés, qui semble refléter l'amélioration de notre position concurrentielle.

Quant aux exportations de minéraux, leur comportement a été plutôt inégal, en raison de la conjoncture très variable de la demande pour les nombreux produits de l'industrie extractive au Canada et à cause de certains problèmes créés au niveau de l'offre par des conflits de travail; mais la situation fondamentale du marché d'un nombre assez significatif de produits miniers était à la fin de l'année nettement meilleure qu'elle n'avait été depuis un certain temps.

Les importations de marchandises se sont



les perspectives incertaines prévalant sur les marchés et l'existence de fortes marges de capacité inutilisée. Il y a toutefois lieu de croire que cet état de choses a commencé à changer en 1978, particulièrement dans le secteur manufacturier. Cette amorce de changement est liée aux retombées qu'a eues sur les bénéfices l'amélioration marquée de la position concurrentielle du Canada et à la remontée des taux d'utilisation de la capacité. Le renforcement des investissements dont font état les indicateurs actuels devrait, selon les résultats d'enquêtes sur les investissements, se poursuivre dans le proche avenir. L'enquête la plus complète sur les intentions d'investissement des secteurs privé et public, dont les résultats ont été publiés en février 1979, révèle en effet qu'au début de la présente année les entreprises comptaient accroître de 11 1/2% leurs dépenses en capital par rapport à l'an dernier. Cette enquête révèle également que l'accroissement des investissements dans les secteurs autres que l'énergie devrait être beau-coup plus rapide que dans le secteur énergétique, ce qui représenterait un renversement du profil observé ces dernières années. De même, les intentions d'investissement dans le secteur manufacturier laissent présager une grande vigueur dans les industries d'exportation. En plus de soutenir la demande, la reprise des investissements du secteur privé revêt une importance particulière en raison de l'accroissement de la capacité de production qu'elle entraîne. Le redressement accéléré de la production manufacturière enregistré en 1978 a provoqué un accroissement sensible des taux moyens d'utilisation de la capacité, par suite d'une utilisation plus poussée des facteurs de production effectuée pour satisfaire la demande adressée aux industries d'exportation et aux industries dont la production doit concurrencer les importations. À la fin de l'année, ces taux d'utilisation de la capacité étaient à peine inférieurs à ceux qui avaient été atteints pendant les périodes de surchauffe. Bien que, dans certains secteurs, la production puisse encore

augmenter dans des proportions assez considérables avant qu'il ne se produise de goulots d'étranglement, dans d'autres secteurs les limites de la capacité constituent visiblement un facteur déterminant des possibilités d'accroissement de la production dans le proche avenir. Les autres composantes de la demande intérieure, soit les achats de biens et de services par le secteur public ainsi que les investissements en stocks, ont en général manqué de vigueur en 1978. Comme il a été mentionné précédemment, l'accroissement de l'emploi dans les administrations publiques a été relativement faible en 1978, par suite des efforts déployés par les gouvernements fédéral et provinciaux pour contenir la croissance des dépenses publiques. Bien que le climat de confiance se soit amélioré dans les milieux d'affaires, les entreprises semblent avoir pratiqué une politique prudente d'accumulation des stocks pendant la plus grande partie de l'année. Dans les entreprises manufacturières notamment, le ratio stocks/expéditions a affiché une tendance persistante à la baisse tout au cours de 1978, même si certains signes indiquaient déjà plutôt bas par rapport aux ventes et même si les entreprises n'éprouvaient pas en général de difficultés d'approvisionnement. La tendance de ce ratio s'explique davantage par la progression exceptionnellement rapide des expéditions que par la faiblesse de l'accroissement du volume des stocks, qui enfin de compte a été du même ordre de grandeur qu'en 1977.

Comme il a été mentionné précédemment, c'est la demande de produits d'exportation qui a été une fois de plus la composante relativement dynamique de la dépense globale. Les exportations de marchandises se sont accrues de 8% en termes réels et de 17% en termes nominaux. Une grande partie de l'augmentation de 8 1/2% de la valeur unitaire moyenne des exportations est due à la baisse additionnelle du dollar canadien. Cette baisse s'est établie en 1978 à près de 7%



de surprenant, étant donné la croissance très rapide qu'a connue le stock de logements depuis un bon nombre d'années.

Par contre, les investissements fixes des entreprises se sont raffermis en 1978. Depuis quelques années, la formation de capital fixe avait plafonné en termes réels. Les grands travaux énergétiques, auxquels le secteur public apporte généralement une contribution importante, ont considérablement soutenu les dépenses en capital, en particulier la construction non résidentielle; cependant, le volume des dépenses dans les secteurs autres que celui de l'énergie était faible, étant donné le bas niveau des profits,

### Production et utilisation de la capacité



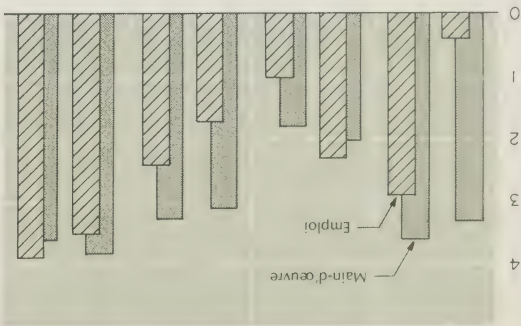
### Utilisation de la capacité dans l'industrie manufacturière



s'est accrue au cours de l'année d'à peu près 3 1/2% soit à un taux assez proche du rythme d'augmentation des dépenses de consommation, qui forment environ les trois cinquièmes du volume total de la demande intérieure. Sur l'ensemble de l'année, la consommation a augmenté pratiquement au même rythme que le revenu réel disponible, tandis que le taux d'épargne des ménages demeurait au haut niveau des dernières années. Toutefois, le taux des dépenses et, par le fait même, celui de l'épargne ont accusé au fil des mois de fortes variations, qui semblent liées en grande partie aux incidences des mesures fiscales, en particulier la diminution de la taxe de vente provinciale entrée en vigueur au début d'avril et appliquée jusqu'au début d'octobre dans la plupart des provinces. Les dépenses en biens de consommation durables, en principe les plus sensibles à ce genre de mesures, ont effectivement grimpé au troisième trimestre, puis chuté durant les derniers mois de l'année. Ce profil est surtout évident dans le cas des ventes d'automobiles, qui ont atteint leur sommet en septembre et leur creux en novembre. Néanmoins, pour l'ensemble de l'année, les dépenses en biens durables ont marqué une avance appréciable. En revanche, la construction de logements, cet autre secteur de la demande qui, comme celui des biens de consommation durables, dépend dans une très large mesure des décisions « discrétionnaires » des ménages, est demeurée faible tout au long de l'année; en effet, les mises en chantier se sont établies à 228 000 unités contre 246 000 en 1977. Cette faiblesse du secteur du logement s'est manifestée un peu plus clairement au niveau des mises en chantier multiples, pour lesquels les mises en l'année précédente, par suite de l'augmentation rapide du pourcentage de logements inoccupés survenue au début de 1977. Cependant, un certain ralentissement a marqué le marché des maisons unifamiliales neuves ainsi que celui des logements existants. Une telle situation n'a rien

Marché du travail

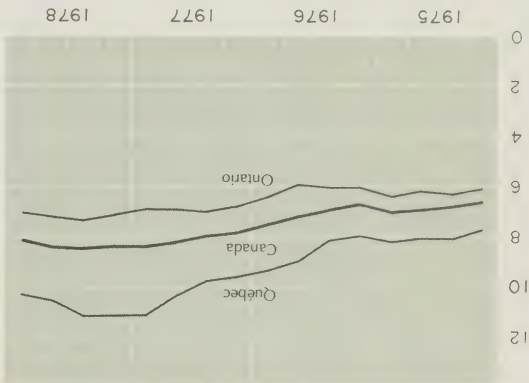
Matin-d'œuvre et emploi  
Variation semestrielle exprimée en taux annuels



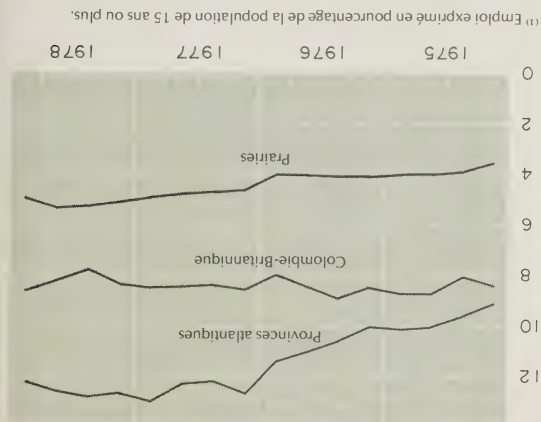
Ratio de l'emploi<sup>(1)</sup>



Taux de chômage



Taux de chômage



<sup>(1)</sup> Emploi exprimé en pourcentage de la population de 15 ans ou plus.

L'emploi s'est accru en 1978 dans toutes les grandes régions du pays. Saut au Québec, le nombre de personnes ayant un emploi s'est accru d'au moins 4% sur les quatre trimestres de l'année, dépassant même les 5 1/2% dans les Provinces atlantiques. Ce dernier chiffre, en plus d'être le plus élevé du pays, contraste avec les faibles taux de croissance de l'emploi enregistrés dans cette région depuis plusieurs années. À ce chapitre, les disparités régionales se sont atténuées, le fléchissement des taux de chômage

sur les quatre trimestres ayant été plus marqué dans les régions où le taux de chômage était le plus élevé, soit les Maritimes et le Québec. Au Québec, où les statistiques indiquent que la progression de l'emploi a été relativement modérée – encore qu'elle ait été de 2 1/2% – le taux de croissance de la main-d'œuvre a été peu élevé en raison de l'accroissement relativement faible du taux d'activité et de la population en âge de travailler. La dépense intérieure globale en termes réels



(1) Salaires, traitements et revenus complémentaires du travail par unité de DNB réelle.



dans les industries productrices de biens, soutenue dans une large mesure par la vigueur du secteur manufacturier, a dépassé de loin celle du secteur tertiaire, dont la progression a été gênée en partie par un affaiblissement de l'emploi dans les administrations publiques.

Parallèlement, la croissance de la population active a été très rapide. Par suite du fléchissement marqué du taux de natalité, commencé au Canada au début des années soixante, le taux d'accroissement annuel de la population en âge de travailler est tombé en deçà de 2% en 1978 après avoir été d'environ 2½% pendant les années précédentes. Cependant, l'incidence de ce facteur démographique sur la croissance de la main-d'œuvre a été compensée par l'accroissement remarquable du taux d'activité, soit le rapport entre la population active et la population en âge de travailler. Même si l'accroissement du taux d'activité a été particulièrement marqué chez les femmes, le taux de chômage enregistré pour cette catégorie était moins élevé à la fin de 1978 qu'il ne l'était quatre trimestres plus tôt, l'emploi chez les femmes de plus de 24

ans ayant grimpé de près de 7%. Il en est de même du taux de chômage global, qui a également accusé une légère baisse.

Le taux de croissance de la production est normalement plus élevé que celui de l'emploi en raison du progrès technique. Toutefois, comme il a été mentionné dans le Rapport annuel de l'an dernier, l'augmentation de la production par travailleur a été particulièrement faible ces dernières années et, d'après les données dont nous disposons à l'heure actuelle, il s'est même produit un léger recul en 1978. Les causes de ce phénomène ne sont pas très évidentes, mais celui-ci pourrait être imputable, du moins en partie, à la modification de la distribution démographique de l'emploi. En 1978, par exemple, les hommes de plus de 24 ans, qui occupaient toujours près de la moitié des emplois, n'ont contribué que pour moins d'un quart à la progression globale de l'emploi. Un autre facteur, d'ailleurs peut-être lié à la modification de la composition de la main-d'œuvre, résiderait dans une tendance à l'accroissement de la proportion des emplois à temps partiel.



# Principaux indicateurs économiques

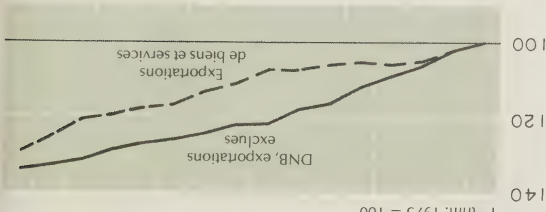
Données désaisonnalisées

## Demande intérieure et extérieure

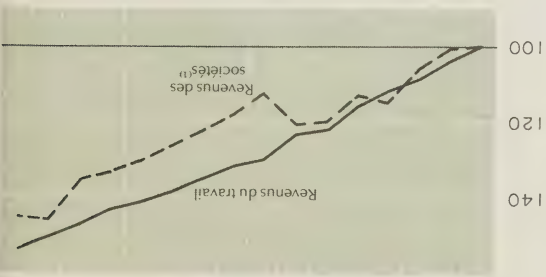
Milliards de dollars de 1971



## Indices implicites des prix

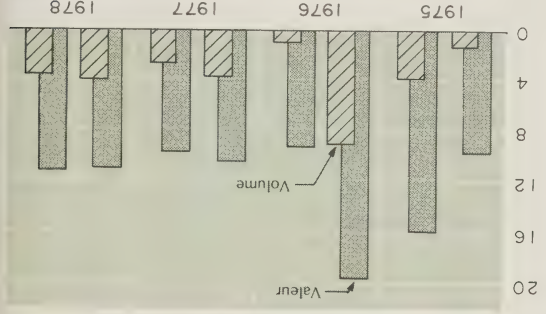
1<sup>er</sup> trim. 1975 = 100

## Revenus

1<sup>er</sup> trim. 1975 = 100

## Dépense nationale brute

Variation semestrielle exprimée en taux annuels



(1) Comprend les bénéfices des sociétés, les provisions pour amortissement du capital des sociétés et l'ajustement de réévaluation des stocks.

plus importante enregistrée en un an depuis 1974. Aussi, le ratio de l'emploi – soit la proportion de la population en âge de travailler qui détient un poste – a-t-il atteint un nouveau record à la fin de l'année. Contrairement à ce qui s'était produit en 1977, la croissance de l'emploi

l'ensemble de l'économie a constitué un trait marquant de la conjoncture économique en 1978. Du dernier trimestre de 1977 au dernier trimestre de 1978, le nombre de personnes recensées comme détenant un emploi s'est accru de près de 4%, ce qui représente la hausse la



En 1978, la dépense globale au Canada a continué de s'accroître au même rythme modéré qu'en 1977. Le taux de croissance à la valeur nominale de la dépense nationale brute a été d'environ 10% l'an au cours de ces deux années, après avoir en moyenne dépassé les 15% au cours des quatre années précédentes. Le ralentissement de la croissance de la demande globale est lié, comme en 1977, à l'amélioration fondamentale de la tenue des coûts et des prix. Selon l'indice de déflation de la DNB, le taux d'accroissement du coût global de la production s'est établi aux alentours de 7%, chiffre lui aussi nettement inférieur à ceux du milieu de la présente décennie, où le cap des 10% était souvent atteint ou dépassé. Au fil des mois, toutefois, le rythme d'accroissement des coûts de la production intérieure a commencé à se ressentir des pressions à la hausse qui s'exerçaient avec insistance sur les prix payés par les Canadiens. La principale cause de ces pressions a été le renchérissement marqué et continu des importations, conséquence inévitable de l'ajustement à la baisse du dollar canadien qui s'est poursuivi au cours des deux dernières années. De plus, les prix à la consommation ont été entraînés par l'escalade des prix des produits alimentaires provoquée sur le marché nord-américain par des difficultés d'approvisionnement.

En termes réels, la croissance de l'activité économique s'est poursuivie en 1978 à peu près au rythme observé depuis 1974, la DNB augmentant en moyenne de près de 3½% par rapport à 1977. La progression de la production globale a été relativement constante au cours de l'année, contrastant avec celle des diverses composantes de la demande réelle, qui se sont accrues à un rythme très inégal d'un trimestre à l'autre. Néanmoins, le trait dominant de l'activité économique a été l'accroissement soutenu et relativement vigoureux des exportations réelles par rapport à la dépense intérieure. Deux facteurs ont favorisé cet accroissement. D'abord, la compétitivité du Canada s'est considérablement raffermie ces deux dernières années par suite de l'ajustement très important du taux de change et de la meilleure tenue de nos coûts. En outre, chez notre principal partenaire commercial, les États-Unis, l'expansion s'est poursuivie et la capacité de production s'est resserrée. Le dynamisme accru du secteur manufacturier témoigne bien de l'amélioration de la position concurrentielle du Canada. En plus d'un accroissement de la production à un rythme inégal depuis 1971, une certaine reprise des investissements et une progression beaucoup plus forte de l'emploi sont venues souligner le regain de vigueur de ce secteur.

De fait, la forte expansion de l'emploi pour



de ces changements, de sorte que la Banque ne pourrait pas en tenir compte au moment de déterminer les taux-cibles d'expansion monétaire.

L'évolution récente des agrégats monétaires qui comprennent la plupart ou l'ensemble des dépôts bancaires en dollars canadiens du public illustre bien ce problème. En 1978, leur taux tendanciel de croissance s'est accéléré tandis que celui de M1 s'est ralenti. Leur progression rapide l'année dernière tient surtout au fait que les banques à chartre sont parvenues à obtenir une plus large part du marché du crédit et à inciter les épargnants à placer une part plus importante de leurs ressources financières sous forme de dépôts bancaires. Des déplacements de ce genre, dans un sens ou dans l'autre, se sont déjà produits à d'autres occasions dans le passé et, avec le recul, il est évident que la politique monétaire ne doit pas réagir à de tels phénomènes. Il est possible que l'utilisation des agrégats au sens large pose moins de difficultés dans les pays où les structures institutionnelles sont telles que les déplacements entre les diverses sources de crédit et d'épargne n'atteignent pas l'ampleur de ceux qui se produisent dans le système financier canadien.

intermédiaire dans la mise en œuvre de la politique monétaire.

Les agrégats monétaires qui comptent beaucoup plus d'éléments que M1 ne semblent pas, dans la conjoncture actuelle du Canada, satisfaire aussi bien que M1 aux exigences exposées précédemment. Leur utilisation comme cibles monétaires poserait un certain nombre de problèmes auxquels nous n'avons pas trouvé de solution jusqu'à présent. Le premier de ces problèmes serait de choisir pour l'un ou l'autre de ces agrégats un rythme de croissance approprié, puisque les liens entre de tels agrégats et le taux de croissance de la dépense globale sont beaucoup plus complexes que dans le cas de M1. Ils sont tous plus sensibles que ne le sont les agrégats au sens étroit aux fluctuations causées par les changements dans la répartition des flux de crédit entre les diverses catégories d'intermédiaires financiers, d'une part, et, d'autre part, entre l'ensemble des institutions financières et les autres sources de financement. Lorsque ces changements se produisent, les agrégats au sens large fournissent des indications trompeuses sur la tendance de la dépense globale, auxquelles la Banque ne doit pas, bien sûr, réagir. De plus, il est pratiquement impossible de prévoir certains

baissier. Les pays qui ont des taux d'intérêt peu élevés sont ceux qui, au fil des années, ont le mieux résisté à la tentation d'alimenter les pressions inflationnistes par une expansion monétaire excessive. Les pays qui ont moins bien réussi à contenir leur expansion monétaire connaissent à la fois des taux d'inflation et des taux d'intérêt plus élevés.

En deuxième lieu, je voudrais insister sur le fait qu'au Canada, dans le cadre financier actuel, les mesures prises par la banque centrale en vue de maintenir la croissance monétaire dans des limites acceptables se répercutent sur la conjoncture économique en très grande partie par le biais de leur incidence sur les taux d'intérêt, entre autre par le biais de l'incidence des taux d'intérêt sur le taux de change. La politique monétaire influence le comportement des emprunteurs éventuels sur nos marchés financiers par le truchement de variations du coût plutôt que de la disponibilité du crédit; le crédit peut devenir plus coûteux, mais il n'y a pas de resserrement du crédit dans les autres sens du terme. Pour régler l'expansion monétaire, la Banque n'impose pas de plafond au financement qu'un prêteur peut offrir ou qu'un emprunteur peut obtenir, et il n'existe pas non plus à l'heure actuelle dans notre système financier d'autres dispositions qui produisent des effets de ce genre ayant quelque importance. Dans le passé, le plafonnement de certains taux d'intérêt a produit à l'occasion des effets de cette nature, mais ces plafonds ont presque tous disparu. Par conséquent, la politique monétaire au Canada s'exerce essentiellement à l'heure actuelle par l'entremise des mécanismes des marchés financiers existants, et non à l'aide de mesures interventionnistes qui entravent le fonctionnement normal des marchés.

En dernier lieu, j'aimerais faire quelques commentaires sur les facteurs qui entrent en ligne de compte dans le choix d'un agrégat monétaire qui peut être utilisé dans la formulation des objectifs opérationnels de la politique monétaire. Le système financier canadien a créé un grand nombre d'avoirs financiers liquides qui possèdent à des degrés différents les caractéristiques de la monnaie. Ces avoirs financiers peuvent être combinés de maintes façons; à chaque combinaison correspondrait une définition différente de la masse monétaire. Le choix d'un agrégat particulier à des fins de gestion monétaire doit être fonction de l'utilité pratique de l'agrégat en tant qu'objectif opérationnel de la politique monétaire.

Pour être utile dans la formulation d'un tel objectif, un agrégat monétaire doit satisfaire à deux conditions principales. D'abord, il doit exister entre la croissance de l'agrégat choisi et la progression de la dépense globale un lien suffisamment bien établi pour permettre à l'autorité monétaire de décider avec une marge de confiance raisonnable quel profil de croissance de l'agrégat est compatible avec le profil de croissance qu'on souhaite voir épouser par la demande globale. Ensuite, le rythme de croissance de l'agrégat monétaire doit être suffisamment soumis à l'influence de l'autorité monétaire pour que cette dernière puisse espérer atteindre son objectif monétaire dans un laps de temps raisonnable sans créer pour autant un climat d'instabilité et d'incertitude sur les marchés financiers et sur le marché des changes. Au cours des quelque trois dernières années, la Banque du Canada a fixé ses objectifs de croissance monétaire en fonction d'un agrégat défini au sens étroit – appelé habituellement M1 – qui comprend la monnaie hors banques et les dépôts à vue du public dans les banques à charte. Cet agrégat répond assez bien aux conditions mentionnées ci-dessus. Il épouse de manière assez prévisible la tendance de la dépense globale dans l'économie et est sensible aux contrôles qu'exerce la banque centrale par le biais des variations qu'elle fait subir aux taux à court terme, et ce, sans causer une grande instabilité des marchés financiers. Les résultats que nous avons obtenus jusqu'à ce jour dans l'utilisation de M1 ont confirmé, quant à moi, les avantages de cet agrégat en tant qu'objectif



La recette pour obtenir de bas taux d'intérêt et les garder à ce niveau ne recèle aucun secret. Tout pays qui veut atteindre cet objectif doit simplement réduire l'expansion monétaire jusqu'à ce qu'elle soit tout juste suffisante pour financer l'accroissement de la production que l'économie est en mesure de réaliser sur une longue période sans exercer de pressions sur le niveau global des prix; puis, il doit maintenir ce rythme de croissance. Une telle politique aura pour effet de faire monter les taux d'intérêt dans l'immédiat, mais à long terme elle les fera

élevés. trop rapide de la masse monétaire, il en résulte dernière analyse, si on permet un accroissement de plus en plus forte sur les taux d'intérêt. En l'offre, lequel exercera une poussée à la hausse sans de la demande de crédit par rapport à d'inflation entraînera donc un excédent croissant de prêts. L'augmentation du taux de baillleurs de fonds seront plus réticents à pour la même raison, les épargnants et les rembourser avec des dollars dépréciés, mais cents à contracter des dettes, car ils pourront les rapidement, les emprunteurs seront moins réticents à l'achat de la monnaie s'effritant Le pouvoir d'achat de la monnaie s'effritant supérieurement à celui qui serait survenu autrement. longue, si elle est maintenue, un taux d'inflation porteraient les taux d'intérêt entraînera à la monétaire qui a pour effet d'abaisser temporairement de l'expansion de la masse ceux qu'elle produit à court terme. Une d'intérêt qui peuvent être tout à fait contraires à produira à plus long terme des effets sur les taux de croissance tendanciel de la masse monétaire prise par la banque centrale qui entraîne une accélération ou un ralentissement du taux de Cependant, quel que soit son but, toute mesure s'accélère.

autrement que le rythme d'expansion monétaire dépense globale s'accroît, seront efficaces pour même de freiner leur progression lorsque la prises en vue d'abaisser les taux d'intérêt, ou sur les taux d'intérêt à court terme. Les mesures

exercer pour un temps des pressions à la baisse monétaire implique que la banque centrale banque centrale en vue d'accélérer l'expansion véritablement vrai. Toute mesure prise par la croissance de la masse monétaire. L'inverse est forcément à la longue un ralentissement de la relèvement des taux d'intérêt, il s'ensuivra même, si la banque centrale provoque une pression à la hausse sur les taux d'intérêt. De monétaire sans exercer par le fait même une réussir à comprimer la croissance de la masse l'autre. Ainsi, la Banque du Canada ne peut ces variables sans du même coup influencer sur La banque centrale ne peut influencer sur l'une de quantité de monnaie et celles des taux d'intérêt. dépendance inéluctable entre les variations de la étant égales par ailleurs, il existe une inter-Ma première proposition est que, toutes choses exister certaines méprises.

politique monétaire au sujet desquels il semble brièvement de quelques aspects techniques de la l'aimerais conclure ce chapitre en traitant monétaire

## Quelques aspects techniques de la politique

maîtriser nos coûts de production. manquera pas de se produire si nous savons d'un tel redressement sont acquis, et il ne seraient que temporaires. Les éléments de base balance des paiements canadiens, leurs effets ne devaient vraiment ralentir le redressement de la pendant un certain temps. Mais si ces facteurs milieu de la décennie, continuent de se détériorer qui étaient exceptionnellement favorables au temps ou encore que les termes de l'échange, de la demande aux Etats-Unis pitié pour un capacité. Il se peut également que la croissance faudra prendre le temps d'accroître notre notre forte position concurrentielle, auquel cas il suffisante pour pouvoir profiter rapidement de marge inutilisée de capacité de production exemple, nous ne disposons peut-être pas d'une devrait s'ensuivre se réalise plutôt lentement. Par considérable de notre balance courante qui cependant, il est possible que l'amélioration très

sur l'évolution économique une influence généralement contraire à celle des forces cycliques et concurrentielles dont il est fait mention plus haut, ce qui semble expliquer en bonne partie pourquoi la balance courante du Canada ne s'est pas détériorée beaucoup plus entre 1973 et 1976, à un moment où la conjoncture et la position concurrentielle du Canada étaient très défavorables, et pourquoi elle ne s'est pas amoéliorée davantage depuis deux ans, maintenant que ces forces jouent dans un sens beaucoup plus positif. Il est extrêmement révélateur que la balance courante du Canada, sur la base des prix de 1971, soit passée d'une situation d'équilibre en 1971 à un déficit égal à 5% de la DNB en 1975, et se soit redressée ensuite, si bien qu'en 1978 le solde déficitaire était de moins de 3% de la DNB.

En raison de la détérioration de la balance courante survenue de 1970 à 1975, il est à première vue étonnant de constater que le dollar canadien est demeuré si fort jusqu'à la fin de 1976. Mais cela s'explique par le fait que, jusqu'à ce moment-là, l'affaiblissement de la balance courante était compensé par le raffermissement de la balance des capitaux. Cette vigueur de la balance des capitaux était liée à la fois à une conjoncture où la croissance de l'économie était plus rapide au Canada qu'aux Etats-Unis, ce qui affaiblissait notre balance courante, et à la politique monétaire pratiquée dans l'un et l'autre pays. En l'occurrence, les taux d'intérêt canadiens ont augmenté par rapport aux taux américains en 1975 et en 1976, et l'élargissement de l'écart entre ces taux a encouragé les entrées de capitaux au Canada. C'est en partie pour cette raison que le montant net des nouveaux emprunts obligataires canadiens placés sur les marchés étrangers a augmenté considérablement de 1974 à la fin de 1976; de fait, l'accroissement du montant nominal de nos émissions à l'étranger a été supérieur à l'augmentation du déficit de notre balance courante durant cette période. Depuis 1976, par suite du renversement des tendances

cycliques, l'écart entre les taux d'intérêt pratiqués au Canada et aux Etats-Unis s'est amenuisé. L'incidence de la réduction de cet écart sur les mouvements de capitaux a été renforcée par les nouvelles incertitudes politiques et économiques qui ont fait suite à la victoire du Parti québécois aux élections provinciales de novembre 1976. Le financement net obtenu à l'étranger par les provinces, les municipalités et les sociétés a sensiblement diminué de 1976 à 1977, et l'ensemble des emprunts à l'étranger aurait connu une baisse prononcée en 1978 si le gouvernement canadien ne s'était pas procuré des sommes considérables sur ces marchés. Ce qu'on observe depuis 1976, c'est donc une diminution marquée des entrées nettes de capitaux au Canada, de sorte qu'il n'est pas surprenant que le déficit considérable et persistant de la balance courante se soit répété sur le taux de change. L'incertitude au sujet de l'ampleur que pouvait prendre la baisse du taux de change a provoqué des sorties considérables de capitaux qui ont surtout pris la forme d'achats par anticipation de monnaies étrangères destinées à couvrir des règlements prévus. De telles opérations sont venues renforcer les pressions à la baisse sur le taux de change, surtout en 1978.

Les diverses forces décrites ci-dessus sont, bien sûr, encore actives et continueront vraisemblablement d'influencer de façon déterminante la situation des paiements extérieurs et le taux de change au cours des années à venir. La baisse du taux de change a rendu fort avantageuse la position concurrentielle des producteurs canadiens, et il s'agit là d'une force capable, à la longue, de réduire considérablement le déficit de la balance courante du Canada, même si le déficit occasionné par le service de notre dette extérieure se creuse davantage. Le potentiel inhérent à un tel avantage sera toutefois amoindri dans la mesure où les coûts de production canadiens augmenteront par rapport à ceux des producteurs étrangers.

Même si la tenue des coûts reste bonne

renforcé considérablement les répercussions qu'a eues sur la balance commerciale du Canada, la hausse plus rapide des coûts de production. La croissance réelle plus rapide de l'économie et la montée plus rapide des coûts de production au Canada étaient bien sûr liées; elles traduisaient aussi la divergence inhabituelle que présentait pendant cette période l'évolution cyclique des deux économies. Depuis 1976, cette divergence s'est renversée, le taux de croissance de l'économie des Etats-Unis ayant dépassé celui du Canada, ce qui a contribué à raffermir la situation de notre commerce extérieur.

Le troisième élément, soit le profil des prix à l'exportation par rapport à celui des prix à l'importation, ou les termes de l'échange, a été l'un des traits vraiment marquants de l'évolution économique au cours de la présente décennie; il a eu d'énormes répercussions sur presque tous les aspects de la vie économique canadienne. Par suite du boom économique mondial et de la très forte demande internationale de matières premières, les termes de l'échange du Canada ont marqué une avance spectaculaire – de quelque 18% – du milieu de 1972 au milieu de 1974: Il semble que les termes particulièrement avantageux auxquels le Canada a échangé, en 1974, ses matières premières des secteurs agricole, forestier et minier contre des produits importés aient contribué grandement à créer l'euphorie économique – et l'inflation – qui a frappé le pays à ce moment-là et dont il ne se remet que lentement et à grand-peine. Les termes de l'échange exceptionnellement favorables de 1974 ne se sont pas maintenus et, depuis, ils évoluent de façon plutôt irrégulière vers leur niveau habituel. Actuellement, ils se situent à un niveau voisin de ceux du début de la décennie. L'impact direct qu'a eu cette évolution étonnante des termes de l'échange sur notre balance des paiements a été de la renforcer rapidement quand ils s'amélioreraient et de l'affaiblir progressivement quand, par la suite, ils se sont détériorés. Les termes de l'échange ont donc eu

Canada. De 1971 à 1973 inclusivement, le solde de notre balance courante a fluctué autour de zéro; il a fléchi rapidement par la suite, accusant un déficit correspondant à près de 3% de la dépense nationale brute en 1975. Depuis, le déficit varie autour de 2% de la DNB.

A mon avis, il serait utile d'analyser l'évolution du taux de change et de la balance courante au cours de la présente décennie à la lumière du rôle qu'ont joué les quatre éléments suivants: la tendance des coûts de production au Canada par rapport à celle des Etats-Unis, notre principal partenaire commercial; le taux de croissance de la production globale au Canada par rapport à celui des Etats-Unis; le taux d'augmentation du prix des exportations canadiennes par rapport à celui des importations; et enfin les taux d'intérêt pratiqués au Canada par rapport à ceux des Etats-Unis. Il n'y a pas, bien sûr, que ces éléments à avoir exercé une influence directe sur le taux de change et sur la balance courante au cours de la présente décennie, mais je crois que ce sont vraiment ceux-là qui ont déterminé le profil général des événements. Parmi ces quatre éléments, le plus important est sans contredit la tendance des coûts de production canadiens par rapport à celle des coûts américains. Les coûts canadiens exprimés en dollars canadiens ont augmenté beaucoup plus rapidement que les coûts américains exprimés en dollars américains et ce, presque chaque année de 1970 à 1976. De ce fait, la compétitivité des biens et services canadiens sur les marchés internationaux s'est affaiblie de façon plus ou moins constante, et le déficit de la balance des paiements du Canada s'est creusé. Une comparaison semblable des coûts de production canadiens et américains depuis 1976 ne dégage pas d'écart significatif mais, bien sûr, la baisse de notre taux de change a entraîné une nette amélioration de la compétitivité internationale des produits canadiens. Entre 1970 et 1975, la croissance de la production globale a été sensiblement plus rapide au Canada qu'aux Etats-Unis, ce qui a



souhaitable, que les gouvernements pratiquent une politique de gestion des taux de change flottants par le biais d'interventions sur les marchés de change. Cet outil de gestion s'ajoute aux autres volets de la politique économique des pouvoirs publics, tels la politique monétaire et la politique budgétaire, qui ont une forte incidence sur les taux de change. Tous ces outils ont été et continuent d'être employés par des pays comme l'Allemagne, la Suisse, le Japon et les États-Unis. Les trois premiers de ces pays ont eu pour objectif de freiner une hausse trop rapide du cours de leur monnaie; ils ont acheté en 1978 des quantités considérables de dollars des États-Unis sur leurs marchés de change. En même temps, l'Allemagne et la Suisse ont pratiqué une politique monétaire sensiblement plus expansionniste que celle qu'elles auraient pratiquée en l'absence d'une telle hausse de leur monnaie. Les États-Unis, quant à eux, ont jugé nécessaire de freiner la baisse de leur monnaie; c'est en partie ce qui explique la vive augmentation des taux d'intérêt dans ce pays en 1978. Le 1<sup>er</sup> novembre 1978, le gouvernement des États-Unis a annoncé un programme en vertu duquel il doit mobiliser en devises l'équivalent de 30 milliards de dollars E.-U. dans le but d'intervenir sur ses marchés de change. Depuis, il a vendu en Allemagne et en Suisse d'importantes quantités de titres libellés respectivement en marks allemands et en francs suisses et il a annoncé son intention d'emprunter sur le marché du yen japonais dans le courant de l'année.

Il y a quelques années, on a souvent prétendu, dans les discussions sur les mérites respectifs des taux de change fixes et des taux de change flottants, que l'un des grands avantages du flottement était de permettre aux autorités de formuler leur politique financière intérieure sans être assujetties aux contraintes du taux de change. L'expérience récente de plusieurs pays porte toutefois à croire que cette liberté d'action est, de fait, très limitée. Les pays fortement engagés dans le commerce international ne

En gros, l'évolution du taux de change canadien au cours de l'actuelle décennie se présente comme suit: le dollar canadien s'est fortement apprécié après l'adoption, à la fin de mai 1970, d'un régime de flottement; de la fin de 1970 à la fin de 1976, il a oscillé la plupart du temps à deux cents près de la parité avec le dollar américain. Il a commencé à baisser vers la fin de 1976 et, fin février 1979, il cotait environ \$E.-U. 0.84. Les mêmes forces qui, en 1970, ont porté le dollar canadien à un niveau voisin de la parité avec le dollar E.-U. ont fait apparaître à ce moment-là, pour la première fois depuis nombre d'années, un excédent de la balance courante du

La balance des paiements d'un pays et le taux de change de sa monnaie sont déterminés par l'interaction d'une grande diversité de forces économiques en perpétuelle évolution – et de politiques contribuant elles aussi à cette dynamique – qui se manifestent à la fois à l'intérieur du pays et chez ses partenaires commerciaux. Etant donné la dimension temporelle de ce processus d'interaction, la configuration de la balance des paiements d'un pays et le niveau de son taux de change portent à tout moment la marque que lui ont imprimée son évolution économique récente et celle de ses partenaires commerciaux. La conjoncture canadienne de l'heure illustre bien cette observation; en effet, on comprend mieux la situation actuelle si on la place dans le contexte conjoncturel de la présente décennie.

**L'évolution de la balance canadienne des paiements et du taux de change au cours de la présente décennie**

peuvent se permettre d'être totalement indifférents au cours de leur monnaie. L'expérience vécue dans le monde depuis quelques années a mis en évidence la nécessité d'exercer une certaine action sur les taux de change flottants, si l'on veut qu'ils soient en harmonie avec les objectifs économiques des pays en cause et avec les intérêts de l'ensemble du système économique international.



le nombre de monnaies rattachées à une autre unité monétaire constitue un indice trompeur de l'importance des taux de change fixes dans le commerce international, car on estime que moins d'un cinquième de l'ensemble des règlements que comportent de tels échanges commerciaux se fait en monnaies qui ont un rapport fixe avec les autres monnaies en cause. Ce qui est significatif, c'est que les autres membres du Fonds, dont toutes les grandes nations commerciales, ne pratiquent pas à proprement parler des taux fixes. N'étant pas fixes, ces taux sont habituellement décrits comme flottants.

Dans le groupe de pays qui ne pratiquent pas des taux de change fixes, il existe une grande variété de régimes de change. Un certain nombre de pays européens, dont le plus important est la République fédérale d'Allemagne, ont établi entre leurs monnaies des marges unifiées de variation; ils constituent le réseau de flottement concerté connu sous le vocable de «serpent européen». La France, l'Italie et l'Irlande ont récemment manifesté leur intention de se joindre à une version élargie de ce réseau. Certains autres pays, pour la plupart d'Amérique du Sud, ajustent le cours de leur monnaie en fonction d'un ensemble d'indicateurs. La majorité des autres pays ont adopté ce que le FMI appelle un régime de flottement indépendant. C'est le cas notamment des Etats-Unis, de la Grande-Bretagne, du Japon, du Canada et, pour le moment, de la France et de l'Italie. La zone européenne de flottement concerté, prise dans son ensemble, fait également partie de ce groupe.

Tous les grands pays commerciaux sont, à l'occasion, intervenus assez massivement sur leurs marchés de change ces dernières années pour modérer les variations du cours de leur monnaie. Aucun ne désire, ni ne prétend pratiquer, un régime dit de flottement libre ou pur. On se souviendra qu'il y a quelques années, les mérites de ce type de flottement avaient fait l'objet de nombreuses discussions parmi ceux qui s'intéressaient de près aux questions de

change, mais ce débat a perdu beaucoup de son intérêt à la lumière de la réalité vécue ces dernières années. Ainsi, lorsque les Etats-Unis ont annoncé, le 1<sup>er</sup> novembre 1978, leur intention de pratiquer une politique beaucoup plus active d'intervention sur les marchés de change, leur décision a été généralement bien accueillie.

Si l'on accepte presque partout que les gouvernements interviennent activement sur les marchés de change dans le cadre d'un régime de taux flottants, c'est parce que l'on croit que ce régime a eu tendance à produire trop de mouvement dans les taux de change, plutôt que pas assez. Ainsi, on reproche maintenant au régime de flottement de tendre à produire une situation aux antipodes de celle qui a entraîné la paralysie, et finalement l'effondrement, de l'ancien système de parités fixes.

Pour juger si un changement du taux de change est excessif ou insuffisant, il faut, bien sûr, se reporter aux objectifs économiques dont la réalisation peut être favorisée par des ajustements de taux de change. A cet égard, l'un des objectifs les plus importants est le rétablissement d'un équilibre approprié de la balance des comptes internationaux d'un pays. Dans l'ensemble, l'évolution des taux de change flottants ces dernières années a favorisé la réalisation de cet objectif, et les objections qu'inspirent les changements qui sont survenus ne portent aucunement sur l'orientation des cours, mais plutôt sur l'amplitude, la fréquence et l'irrégularité de leurs fluctuations à court terme. Le flux des échanges internationaux ne s'ajuste pas du jour au lendemain aux changements des taux de change, et les variations du cours des monnaies en flottement libre pourraient bien être si rapides et si fortes qu'il pourrait en résulter des ajustements de taux de change qui se révéleraient excessifs à long terme et occasionneraient pour les pays en cause des perturbations économiques qui auraient pu être évitées.

L'expérience aidant, on en est donc venu à trouver de plus en plus acceptable, et même

aucune intervention sur le marché des changes. Je sais fort bien que la publication de statistiques faisant état des sommes importantes de réserve utilisées pour satisfaire la demande de devises peut provoquer à l'occasion des réactions psychologiques qui tendent à annuler une partie des résultats positifs obtenus. Ce serait toutefois une erreur de croire que les effets d'une politique de non-intervention sur les anticipations ne seraient pas plus dommageables, car une telle politique créerait l'impression que les autorités monétaires ne se préoccupent pas du taux de change, ce qui ne manquerait pas de soulever partout des craintes et des inquiétudes. La question du coût de nos interventions sur le marché des changes en 1978 a également été soulevée à plusieurs reprises. Ces interventions ont été financées par des emprunts, en diverses monnaies étrangères, contractés par le gouvernement fédéral et totalisant l'équivalent de 5 milliards de dollars E.-U. Ce chiffre ne reflète toutefois pas le coût net des interventions, car il ne tient pas compte des avantages compensatoires très considérables liés à ces emprunts. Du point de vue de la situation financière du gouvernement, le principal avantage réside dans le fait que ces interventions ont rapporté des dollars canadiens au gouvernement. Pour ce dernier, le coût net de cette opération est égal à la différence entre le coût des dollars canadiens achetés de cette façon et le coût de l'emprunt d'une somme équivalente sur les marchés financiers canadiens. A combien se chiffrera finalement cette différence? Nul ne peut le calculer à l'heure actuelle puisqu'il est impossible de savoir maintenant quel sera le cours du dollar canadien lorsqu'il faudra payer les intérêts et rembourser le principal. L'évolution des taux de change peut aussi bien entraîner des pertes que des gains inattendus.

Pour l'ensemble de l'économie canadienne, le principal avantage compensatoire que présentent les emprunts du gouvernement à l'étranger tient au fait que si une partie du déficit du compte courant n'avait pas été financée par ces

### Le système international de change

du gouvernement du Canada.

emprunts, elle aurait dû l'être d'une autre façon. La raison en est que le déficit du compte courant du Canada en 1978 était plus ou moins déterminé à court terme par des facteurs autres que les interventions sur le marché des changes et qu'il n'aurait pas pu être réduit de façon rapide et significative sans provoquer de graves perturbations dans l'économie. Quant au coût qu'auraient entraîné les autres modes de financement possibles, il aurait varié selon le mode de financement choisi. Cependant, comme le gouvernement canadien peut obtenir du financement à meilleur compte que tout autre emprunteur canadien, nous pouvons au moins présumer qu'en dernier ressort le financement étranger coûte moins cher s'il est obtenu au nom du gouvernement du Canada.

Les taux de change reliant les grandes monnaies internationales ont subi des fluctuations extraordinaires en 1978. Bien que plusieurs facteurs aient contribué à créer cette instabilité des taux de change, il ne fait aucun doute que c'est la différence des rythmes d'inflation – tant enregistreurs que prévus – dans les divers pays qui en est la principale cause. C'est précisément l'évolution divergente des taux enregistrés et prévus d'inflation qui, pour une bonne part, a provoqué l'effondrement du système de relative stabilité des taux de change instauré après la dernière guerre, à la suite des Accords de Bretton Woods, et a donné naissance au système beaucoup plus souple que nous connaissons actuellement.

Il est difficile de caractériser le système actuel des changes à cause de son hétérogénéité. A première vue, il diffère peu de l'ancien régime de taux fixes, car les monnaies de près des trois quarts des pays membres du Fonds monétaire international sont rattachées à une autre monnaie: bon nombre d'entre elles au dollar des Etats-Unis, quelques-unes à une seule autre monnaie, et plusieurs au droit de tirage spécial (DTS) ou à d'autres corbeilles de monnaies. Mais



damentaux de la politique économique du pays, qui est d'assurer une modération continue de la tendance à la hausse des coûts et des prix intérieurs.

D'autres, par contre, pensaient que la Banque aurait dû mettre tout en œuvre pour défendre un cours donné du dollar canadien. Toutefois, le monde n'est pas du tout propice à la fixité des taux de change, et tout effort en ce sens de la part du Canada aurait été accueilli avec beaucoup de scepticisme. La Banque ne pouvait non plus négliger les diverses conséquences défavorables qu'aurait entraînées un relèvement des taux d'intérêt à des niveaux beaucoup plus élevés que ceux que nous connaissons à l'heure actuelle. Plus les taux d'intérêt montent et plus ils restent longtemps à des niveaux élevés, plus les Canadiens sont incités à retarder ou à réduire leurs projets de dépense à court terme. Or, la Banque ne souhaitait nullement voir s'affaiblir le taux de croissance de la demande au Canada.

La Banque s'est efforcée, avec succès je pense, d'éviter ces deux extrêmes et a opté pour un juste milieu. Ainsi, la hausse des taux d'intérêt enregistrée au Canada depuis le printemps dernier a tout juste permis de suivre l'ascension des taux américains. Dans cette perspective, les mesures que nous avons prises en matière de taux d'intérêt apparaissent comme modérées, nullement extrêmes. Si nous n'avions pas agi de cette façon, le taux de change aurait sans aucun doute diminué davantage et plus rapidement. Si, par contre, nous avions mené une politique monétaire encore plus vigoureuse afin de freiner ou même d'inverser le mouvement à la baisse du taux de change, les taux d'intérêt auraient grimpé plus haut et plus vite.

Je crois que, dans les circonstances, la politique d'intervention sur le marché des changes a elle aussi été raisonnable. Je suis convaincu que, grâce à cette politique, la chute du dollar a été moins abrupte au cours des deux dernières années qu'elle l'aurait été s'il n'y avait eu

mon avis, compromis l'un des objectifs fondamentaux de la politique économique du Canada, à savoir la confiance dans le dollar canadien. La confiance de la population du Canada dans le dollar canadien est un élément essentiel de la croissance économique. Si elle n'est pas maintenue, le Canada sera confronté à de graves difficultés.

Durant la plus grande partie de l'année 1978, on s'est souvent demandé jusqu'à quel point les Canadiens devraient se préoccuper de l'évolution du taux de change. D'aucuns étaient d'avis que les autorités ne devraient pas s'en inquiéter, d'autres eux, si le taux de change venait à tomber beaucoup plus bas que ne le justifiait la position concurrentielle du Canada, il finirait par remonter au niveau approprié sans qu'il n'en résulte de conséquences fâcheuses. La faiblesse de ce point de vue, c'est qu'il repose sur l'hypothèse que les répercussions d'une baisse du taux de change sur les prix intérieurs, quelles qu'en soient l'ampleur et la rapidité, n'en traîneront pas une nouvelle poussée des traitements et des salaires. Etant donné la conjoncture économique, une telle hypothèse semblait très discutable. Déjà, les prix étaient soumis à de fortes pressions à la hausse, vu l'état du marché de nombreux produits alimentaires et l'ampleur de la baisse qu'avait déjà enregistrée le cours du dollar. Déjà, les revenus nominaux augmentaient moins rapidement que les prix – c'est d'ailleurs ce que la conjoncture économique manifestait – de sorte que la bonne volonté que les Canadiens face à cette interruption nécessaire de la croissance de leurs revenus était mise à rude épreuve. Laisser faire et se contenter de regarder s'accroître le rythme de dépréciation du dollar et s'estomper la confiance dans le dollar canadien aurait, à





beaucoup les pressions à la hausse sur les coûts et les prix canadiens. La dépréciation du taux de change est donc une arme à deux tranchants. Les pressions sur les prix qu'elle engendre doivent être contenues si l'on veut limiter le danger que l'interaction de la baisse du taux de change et de la hausse des prix intérieurs ne dégénère en un cercle vicieux.

Tout pays désireux d'améliorer sa balance commerciale doit exporter une plus grande part de sa production de biens et de services et consommer moins de biens et de services d'origine étrangère; il en résulte un coût réel pour les résidents car il leur faut dès lors consommer une plus petite proportion de leur production. Ce coût réel ne peut être évité si l'on veut vraiment améliorer la balance commerciale, encore qu'il semblera moins lourd s'il s'accompagne d'une augmentation de la production et de l'emploi. Si les gens refusent de payer la note et exigent de fortes majorations de leurs revenus nominaux, le processus de redressement de la balance des paiements ne tardera pas à s'arrêter.

C'est en grande partie en raison de ce coût réel qu'il est tellement difficile de réaliser des progrès durables malgré les efforts que le Canada déploie pour réduire l'important déficit de son compte courant. Le succès ne sera acquis que si les Canadiens consentent à payer ce prix. Le comportement qu'une société adopte face à une situation de ce genre dépend naturellement de plusieurs facteurs, mais il y a des limites à ce qu'on peut demander à la société de supporter. Les gens seront peut-être disposés à accepter pendant assez longtemps un ralentissement du rythme d'amélioration de leur niveau de vie mais il ne semble pas réaliste d'espérer qu'ils acquiesceront, sauf circonstances extrêmes et pour un court laps de temps, à des augmentations de revenus très inférieures à la hausse des prix à la consommation. Par conséquent, si le processus d'ajustement de la balance des paiements se fait brutalement, il y a plus de risques que se produise une réaction

fourchette visée était de 10% l'an, tandis que la limite supérieure devait être bien au-dessous de 15%. En 1976, ces limites ont été abaissées à 8 et à 12% l'an respectivement, en 1977 à 7 et à 11% l'an, et à la fin de l'été 1978, à 6 et à 10% l'an. À l'occasion de la dernière modification, le mois de juin 1978 a été choisi comme période de base. À toutes fins pratiques, la Banque considère la fourchette-cible de M1 comme un ruban dont les bords seraient à 2% au-dessus et à 2% au-dessous d'un point central, plutôt que comme un cône délimité par les taux minimum et maximum de croissance. Dans l'ensemble, la Banque a réussi à ralentir graduellement le taux tendanciel de croissance de la masse monétaire en conformité avec ses objectifs.

Tout en demeurant dans le cadre de cette politique générale, les mesures que la Banque a prises au cours des douze derniers mois traduisaient bien les préoccupations que lui inspirait le potentiel inflationniste de la baisse du cours du dollar canadien. Alors que celui-ci valait encore un peu plus que le dollar E.-U. sur les marchés de change vers la fin de 1976, il est par la suite tombé en-dessous de \$E.-U. 0.84. Au cours de cette période, le dollar américain s'est lui aussi beaucoup déprécié par rapport à la plupart des autres devises importantes, notamment le yen japonais, le franc suisse et le mark allemand. C'est donc dire que la baisse du dollar canadien par rapport à ces monnaies fortes a été vraiment très considérable.

La position concurrentielle du Canada s'était trop détériorée au fil des ans pour qu'elle puisse se corriger uniquement par une amélioration progressive de nos coûts par rapport à ceux de nos concurrents; c'est pourquoi un ajustement substantiel à la baisse du cours du dollar était sans aucun doute nécessaire pour contribuer à corriger l'important déficit apparu au chapitre des échanges de biens et de services. Le principal désavantage d'une telle baisse de notre monnaie est qu'elle entraîne une hausse des prix en dollars canadiens des produits faisant l'objet d'échanges internationaux, ce qui aggrave de

nomie sur la bonne voie. Il en résulterait inévitablement des niveaux d'emploi, de production et de revenu réel moins élevés que ceux qu'il nous aurait été possible d'atteindre dans une conjoncture non inflationniste. L'expérience nous permet d'affirmer que la Banque du Canada commettait une grave erreur si, dans de telles circonstances, elle relevait ses objectifs en matière d'expansion monétaire, car une telle politique ne ferait qu'aggraver le problème. Ce qu'il faut retenir de ce Rapport, c'est que nos perspectives économiques sont bonnes, mais qu'elles pourraient facilement être compromises par une accélération de l'inflation; c'est pourquoi la consigne pour tous les Canadiens doit être de faire preuve de beaucoup de modération en tout ce qui touche les prix et les revenus.

## La politique monétaire et le taux de change

La politique monétaire pratiquée par la Banque du Canada depuis quelques années repose sur la conviction que la situation économique du pays peut s'améliorer de façon durable seulement si le pouvoir d'achat de notre monnaie demeure beaucoup plus stable qu'il ne l'a été depuis quelque temps. C'est pourquoi, depuis plus de trois ans, le but premier de la politique monétaire canadienne a été d'aider à ralentir l'inflation en modérant progressivement le rythme de l'expansion monétaire. L'objectif final de la Banque est d'assurer un taux de croissance monétaire suffisant pour soutenir le plus haut niveau d'activité économique qui soit compatible, en pratique, avec le maintien d'une stabilité raisonnable des prix.

La Banque a mis en œuvre cette politique en choisissant comme objectif une fourchette d'expansion monétaire qui a été abaissée à quelques reprises depuis l'adoption de cette stratégie en 1975. Mesurée à partir du principal indicateur de croissance de la masse monétaire utilisé par la Banque – soit l'ensemble de la monnaie hors banques et des dépôts à vue dans les banques à charte ou M1 – la limite inférieure de la première

celui que nous serions capables d'atteindre si la conjoncture était meilleure, et les taux enregistres de chômage sont toujours à des niveaux très élevés par rapport à ceux que nous avons connus dans le passé. Cependant, nous ne devons pas perdre de vue que, au Canada, l'emploi continue d'augmenter fortement et que la proportion des personnes en âge de travailler qui ont un emploi n'a jamais été aussi élevée.

Toutefois nous faisons face dans l'immédiat à un problème: il nous faut contenir l'incidence inflationniste qu'a sur nos coûts de production la pression inhabituelle à la hausse qu'exercent sur les prix à la consommation la baisse marquée du cours de notre monnaie et certains éléments spécifiques qui influent sur les prix des produits alimentaires. Ces pressions ont eu pour effet d'interrompre la tendance au ralentissement que dégageait l'indice des prix à la consommation et de produire une poussée des prix qui a déjà commencé à se répercuter sur les accords salariaux et, par conséquent, sur la structure de nos coûts en main-d'œuvre; en outre, par suite de la levée des contrôles de la Commission de la lutte contre l'inflation, nous courons le risque que les ententes salariales entre employeurs et employés comportent des ajustements de «rattrapage». Comme l'éco-nomie canadienne n'est pas particulièrement vigoureuse à l'heure actuelle, on peut compter que les forces du marché opposeront une résistance considérable aux pressions à la hausse qui s'exercent sur les prix et les coûts. Il ne serait pas prudent, cependant, de sous-estimer cet élément modérateur aux pressions extrêmement fortes que pourrait engendrer le prolongement de la chute du dollar canadien. C'est pour cette raison que la Banque du Canada s'est tellement inquiétée de la rapidité et de l'ampleur de l'ajustement du taux de change.

Si les Canadiens ne parviennent pas à endiguer les pressions qui s'exercent sur les prix et les coûts, ils compromettent gravement leurs chances de pouvoir bénéficier des efforts déployés depuis trois ans pour remettre l'éco-

## Les perspectives économiques

Ma première observation, c'est que les perspectives économiques du Canada se présentent sous un jour nettement meilleur maintenant que le pays a rétabli sa position concurrentielle dans le monde. Cette amélioration de nos perspectives tient à la fois aux progrès que nous avons marqués ces dernières années dans la modulation de la hausse des coûts et des prix et à l'important ajustement à la baisse du cours du dollar canadien.

Ma seconde observation, c'est que nous avons maintenant devant nous la tâche primordiale d'empêcher que l'inflation ne mine notre compétitivité, nouvellement rétablie. Si nous y parvenons, l'économie canadienne en retirera des avantages énormes au cours des années à venir. Le maintien de notre capacité de concurrencer vigoureusement les producteurs des autres pays, tant chez nous qu'à l'étranger, non seulement entraînera à la longue une nette amélioration de nos paiements internationaux – ce qui comportera une moindre dépendance envers les sources étrangères de financement et un rétablissement de la confiance en notre devise – mais encore favorisera une relance de l'économie, donc un accroissement de la production et de l'emploi, ainsi qu'une majoration des recettes et une réduction du déficit du secteur public. Toutefois, cette chance remarquable qui nous est donnée d'améliorer considérablement la tenue de notre économie nous filera entre les doigts si les pressions à la hausse sur nos prix et nos coûts s'intensifient au point d'engendrer une nouvelle spirale inflationniste.

Les Canadiens ont tout lieu d'apprécier l'amélioration de la tenue des coûts et des prix survenue ces dernières années. Depuis 1975, l'accroissement des prix à la consommation de presque tous les biens et services autres que l'alimentation s'est beaucoup ralenti en dépit des pressions à la hausse exercées par la baisse du dollar. En 1978, les coûts et les prix ont augmenté moins rapidement au Canada qu'aux États-Unis, contrairement à ce qui s'était produit au début de la décennie. Cette amélioration de la tenue de nos prix n'aurait pas été possible si la croissance des revenus nominaux ne s'était progressivement ralentie depuis 1975.

Le raffermissement remarquable de notre position concurrentielle entraîne à l'heure actuelle, pour bon nombre des industries canadiennes de transformation et de fabrication qui doivent faire face à la concurrence étrangère, un accroissement considérable de la demande, de la production et de la rentabilité. Le regain de confiance et la relance des dépenses d'investissement dans ces industries sont de plus en plus manifestes. Notre balance commerciale s'est améliorée en termes réels, quoique cette amélioration n'apparaisse que partiellement dans les chiffres exprimés en termes nominaux parce que, en 1978, les prix en dollars canadiens de nos principaux produits d'exportation ont monté moins rapidement que ceux des produits importés. On trouvera un peu plus loin une analyse des divers facteurs qui ont influé sur notre balance des paiements au cours de la présente décennie. Certes, le taux d'expansion économique de notre pays se situe au-dessous de







Rapport du Gouverneur – 1978

5	Observations d'ordre général
5	Les perspectives économiques
6	La politique monétaire et le taux de change
10	Le système international de change
	L'évolution de la balance canadienne
12	des paiements et du taux de change
15	au cours de la présente décennie
	Quelques aspects techniques de la politique monétaire
19	L'évolution économique
31	L'évolution monétaire et financière
	La politique monétaire, les taux d'intérêt et
31	le taux de change
34	Les flux de crédit
38	L'intermédiation financière et les agrégats monétaires
40	Les opérations effectuées par la Banque du Canada
40	à titre d'agent du gouvernement canadien
40	Les opérations de change
42	La gestion de la dette publique
45	Tableaux en annexe
55	Etats financiers
59	Conseil d'administration
60	Cadres supérieurs
61	Représentants régionaux et Agences

Bank of Canada • Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 28 février 1979

L'honorable Jean Chrétien, C.P.  
Ministre des Finances  
Ottawa

Monsieur le Ministre,

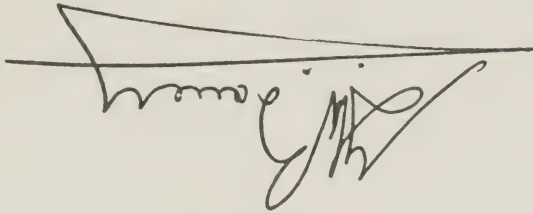
Conformément aux dispositions de  
la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur  
de vous remettre ci-joint mon rapport pour  
l'année 1978 ainsi qu'un état des comptes de  
la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre  
dernier, signé et certifié de la façon prescrite  
par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le

Ministre, l'expression de mes sentiments

distingués.

Le Gouverneur,





Banque du Canada  
245, rue Sparks  
Ottawa, Ontario  
K1A 0G9



# Banque du Canada

Rapport annuel du Gouverneur  
au Ministre des Finances  
et relevé de comptes pour l'année

1978





**ENDING SECT. NOV 2 1981**





3 1761 11466940 1